

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

DIPLOMOVÁ PRÁCE

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANČÍ

Ocenění podniku Model Obaly a. s. pro potenciální investory

Valuation of the company Model Obaly Inc. for potential investors

Student: Bc. Veronika Melecká

Vedoucí diplomové práce: Doc. PhDr. Ing. Jan Novotný, CSc.

Ostrava 2009

Místopřísežně prohlašuji, že jsem celou práci včetně všech příloh vypracovala samostatně.
Přílohy č. 1, 2, 3, 4, 7 a 8 dané mi k dispozici jsem ponechala v původním stavu.

V Ostravě 30. 4. 2009

.....
Veronika Melecká

Poděkování

Ráda bych poděkovala vedoucímu diplomové práce Doc. PhDr. Ing. Janu Novotnému, CSc. za praktické rady a důležité připomínky při vzniku této práce. Dále bych ráda poděkovala Ing. Ivu Kolářovi, jednateři firmy Model Obaly a. s., že mi umožnil psát diplomovou práci o této společnosti.

Obsah

1	ÚVOD	2
2	TEORETICKÉ ZÁKLADY PRO OCENĚNÍ PODNIKU	3
2.1	Podnik jako předmět ocenění	3
2.1.1	Důvody pro ocenění podniku	4
2.1.2	Hodnota versus cena podniku	4
2.1.3	Hladiny hodnoty podniku	5
2.2	Hodnota podniku a její kategorie	5
2.2.1	Tržní hodnota	6
2.2.2	Subjektivní (investiční) hodnota	6
2.2.3	Objektivizovaná hodnota	7
2.2.4	Kolínská škola	8
2.3	Faktor času a rizika	8
2.4	Postup při ocenění podniku	9
2.4.1	Strategická analýza	9
2.4.2	Finanční analýza	12
2.5	Metody používané při oceňování podniku	17
2.5.1	Výnosové metody	17
2.5.2	Majetkové metody	25
2.5.3	Tržní metody	26
2.5.4	Kombinované metody	26
2.6	Metoda ocenění – Ekonomická přidaná hodnota (EVA)	26
2.6.1	Základní metody EVA	29
2.6.2	Zhodnocení metody EVA pro ocenění podniku	30
3	CHARAKTERISTIKA A FINANČNÍ ANALÝZA PODNIKU	31
3.1	Charakteristika podniku	31
3.2	Strategická analýza	36
3.2.1	Analýza makroprostředí	37
3.2.2	Analýza mikroprostředí	39
3.2.3	SWOT analýza	40
3.3	Finanční analýza	41
3.3.1	Analýza rentability	41
3.3.2	Analýza zadluženosti	42
3.3.3	Analýza likvidity	44
3.3.4	Analýza aktivity	45
4	OCENĚNÍ PODNIKU	47
4.1	Sestavení finančního plánu	47
4.2	Stanovení diskontní míry	48
4.3	Ocenění podniku metodou EVA	49
4.4	Zhodnocení výsledků ocenění	51
5	ZÁVĚR	52
	Seznam použité literatury	53
	Seznam zkratk a symbolů	
	Prohlášení o využití výsledků diplomové práce	
	Seznam příloh	

1 ÚVOD

Oceňování je jednou z významných oblastí finančního řízení firmy. V současnosti ovlivňují podnikovou sféru globalizační trendy, zostřování konkurence, otevírání nových trhů, fúze a akvizice. Díky těmto vlivům roste nutnost oceňování podniků nebo jejich částí. V ČR v posledních letech navíc oceňování firem souvisí s transformací ekonomiky a vlastnických vztahů. Důvodů pro oceňování podniků je celá řada. Jedná se např. o koupi nebo prodej podniku, fúzi, rozdělení společnosti apod. Zjištění hodnoty podniku je důležitým ukazatelem jak pro manažery, tak i pro vnější prostředí, do kterého patří např. banky, věřitelé a další.

V České republice v současné době neexistuje žádný zákon nebo předpis, který by měl ve svém názvu oceňování podniku. V dohledné době se připravuje novelizace zákona č. 36/1967 Sb. o znalcích a tlumočnících. Jinak existují pouze určité předpisy, které se týkají oceňování podniku ve větší či menší míře. Mezi české legislativní standardy a oceňovací standardy patří Zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku a o změně některých zákonů a na něj navazující vyhlášky Ministerstva financí ČR, dále Zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů a Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník.

Vedle českých oceňovacích standardů by se oceňovatelé podniků v ČR měli řídit Evropskými oceňovacími standardy (zpracovány v roce 2000 pod vedením evropské organizace sdružující jednotlivé asociace odhadců majetku) a Mezinárodními oceňovacími standardy, které byly vypracovány Mezinárodním výborem pro oceňovací standardy.

Cílem diplomové práce je ocenit závod Vlnitá lepenka, Opava společnosti Model Obaly a.s. pomocí výnosové metody EVA. Z celé společnosti byl vyčleněn pro předmět ocenění právě tento závod s ohledem na snazší přístup k datům a umístění v Opavě. Diplomová práce se skládá ze dvou základních částí a to z teoretické a aplikační.

Teoretická část pojednává o metodologii oceňování podniku. Bude zde kladen důraz na podnik jako předmět ocenění, hodnotu podniku a vliv faktorů času a rizika na problematiku ocenění podniku. Největší pozornost bude věnována postupu při ocenění podniku. V závěru teoretické části budou popsány metody ocenění podniku.

Aplikační část práce bude členěna do dvou kapitol. Kapitola s názvem Charakteristika a finanční analýza podniku bude zaměřena na charakteristiku společnosti Model Obaly a.s. a konkrétně závodu Vlnitá lepenka, Opava. Dále v ní bude provedena strategická a finanční analýza daného závodu. Druhá kapitola aplikační části bude zaměřena na samotné ocenění podniku. V závěru aplikační části bude provedeno zhodnocení ocenění metodou EVA a výsledná hodnota podniku bude porovnána s účetní hodnotou.

2 TEORETICKÉ ZÁKLADY PRO OCENĚNÍ PODNIKU

Vymezení základních hledisek je předpokladem pro použití metod oceňování podniku. Existuje celá řada metod stanovení hodnoty podniku. Volba správné metody oceňování určuje, zda-li bude splněn cíl oceňování.

2.1 Podnik jako předmět ocenění

Podnik se může stát předmětem ocenění díky dvěma podnětům – veřejnoprávního a soukromoprávního. V případě veřejnoprávního podnětu dojde k ocenění podniku tehdy, jestliže tak stanoví příslušný orgán v rámci svého oprávnění nebo právní předpis. Příkladem z praxe mohou být daně nebo exekuce. Soukromoprávní účel ocenění podniku znamená, že se podnik stane např. předmětem koupě nebo prodeje. Jedná se tedy o účel komerční.

Pro oceňovatele má zásadní význam definice podniku uvedená v obchodním zákoníku, která zní „...soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podnikání náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit. Podnik je věc hromadná...“.¹

Naproti tomu Günter Wöhe vidí podnik jako „...plánovaně organizovanou hospodářskou jednotku, ve které jsou výrobní faktory kombinovány tak, aby bylo vyrobeno a prodáno zboží a služby“.² Podnik je tedy hospodářskou jednotkou výrobního hospodářství a tím se odlišuje od domácností, které jsou subjekty spotřebního hospodářství.

Soubor majetkových hodnot zvaný podnik je podnikem tehdy, jestliže plní svůj základní účel, kterým je dosahování zisku. Dá se tedy tvrdit, že definice podniku obsažená v německých oceňovacích zásadách, která zní „...účelné kombinace materiálních a nemateriálních hodnot, jejímž smyslem je nahospodařit zisk...“³, je výstižnější než definice zavedená v obchodním zákoníku.

¹ Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, § 5.

² Wöhe, Günter; Úvod do podnikového hospodářství, 2007, s. 41

³ WP Handbuch 2002, IDW Standard S 1 2005

2.1.1 Důvody pro ocenění podniku

Důvody pro ocenění podniku se liší podle dvou hledisek. V prvním případě se jedná o ocenění související se změnou vlastnictví podniku a v druhém se o změnu vlastnictví nejedná.

Mezi důvody ocenění související s vlastnickými změnami patří:

- koupě a prodej podniku,
- nepeněžitý vklad do obchodní společnosti,
- dobrovolná nabídka na převzetí, nebo povinná nabídka na převzetí při ovládnutí cílové společnosti,
- fúze,
- rozdělení společnosti,
- nabídka na odkoupení účastnických cenných papírů,
- právo výkupu účastnických cenných papírů,
- přijetí obchodního podílu na úhradu dluhu.

Důvody ocenění pro případy, kdy nedochází k vlastnickým změnám, jsou změna právní formy společnosti, poskytování úvěru nebo sanace podniku. U každého ocenění by mělo být jasně vymezeno, z jakého podnětu vzniklo, o jakou kategorii hodnoty se jedná, jaká hladina hodnoty má být určena a k jakému datu hodnota platí.

2.1.2 Hodnota versus cena podniku

Hodnota podniku je ekonomický pojem označující cenu, na které by se s největší pravděpodobností dohodli kupující a prodávající. Hodnota podniku není skutečnost, ale odhad pravděpodobné ceny podniku.

Cena podniku je termín používaný pro částku požadovanou, nabízenou nebo zaplacenou za podnik. Hodnota podniku proto není totožná s cenou. Tyto dvě veličiny se rovnají jen výjimečně. Podle Evy Kislingerové „*má na výslednou cenu, za kterou je podnik prodán, vliv celá řada faktorů, mezi které patří:*

- *psychologické faktory,*
- *časová tíseň,*
- *osobní vztahy mezi kupujícím a prodávajícím,*
- *obratnost při cenovém jednání“.*⁴

⁴ Kislingerová, Eva; Oceňování podniku, 2001, s. 11

2.1.3 Hladiny hodnoty podniku

Podnik se může oceňovat na dvou různých hladinách. Jedná se o hodnotu brutto nebo hodnotu netto. Jestliže se podnik oceňuje podle hodnoty brutto, jedná se o hodnotu podniku jako celku. Zahrnuje hodnotu jak pro vlastníky, tak pro věřitele. Hodnotou netto rozumíme ocenění na úrovni vlastníků podniku. Oceňujeme tedy vlastní kapitál.

Hodnota brutto i hodnota netto je vymezena v obchodním zákoníku. Hodnota brutto je v obchodním zákoníku označována jako obchodní majetek a je definována takto: „*Obchodním majetkem podnikatele, který je fyzickou osobou, se pro účely tohoto zákona rozumí majetek (věci, pohledávky a jiná práva a peníze ocenitelné jiné hodnoty), který patří podnikateli a slouží nebo je určen k jeho podnikání. Obchodním majetkem podnikatele, který je právnickou osobou, se rozumí veškerý jeho majetek.*“⁵ Vedle obchodního majetku existuje také pojem obchodní jmění, které znamená souhrnný pohled na majetek podniku a závazky.

Hodnota netto je v obchodním zákoníku označena jako čistý obchodní majetek a je definována následujícím způsobem: „*Čistým obchodním majetkem je obchodní majetek po odečtení závazků vzniklých podnikateli v souvislosti s podnikáním, je-li fyzickou osobou, nebo veškerých závazků, je-li právnickou osobou.*“⁶ Hodnota netto je v obchodním zákoníku vymezena také jako vlastní kapitál. Její úplná definice zní takto: „*Vlastní kapitál tvoří vlastní zdroje financování obchodního majetku podnikatele a v rozvaze se vykazuje na straně pasiv.*“⁷

Pro oceňovatele vyplývá ze zmíněných definic následující závěr. Jestliže má oceňovatel za úkol zjistit obchodní majetek, pak má určit celkovou (brutto) hodnotu podniku. Pokud má oceňovatel zjistit čistý obchodní majetek, pak určuje čistou (netto) hodnotu podniku.

2.2 Hodnota podniku a její kategorie

Existuje několik kategorií hodnoty podniku. Rozdělení hodnoty podniku na její kategorie závisí na tom, zda-li se jedná např. o tržní ocenění nebo o ocenění z hlediska konkrétního kupujícího.

⁵ Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, § 6, odst. 1.

⁶ Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, § 6, odst. 3.

⁷ Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, § 6, odst. 4.

Mezi kategorie hodnoty podniku neboli přístupy k oceňování podniku patří:

- tržní hodnota,
- subjektivní hodnota,
- objektivizovaná hodnota
- komplexní přístup na základě Kolínské školy.

2.2.1 Tržní hodnota

Podle Mezinárodních oceňovacích standardů je tržní hodnota „*odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku*“.⁸

Tržní hodnota podniku z hlediska ekonomické teorie by měla být odhadem rovnovážné ceny, tzn. ceny vyrovnávající nabídku a poptávku. Avšak ve skutečnosti na trzích existuje pouze okamžitá cena, která se většinou nepřetržitě mění. Takže znalec pracuje buď s uzavírací, anebo průměrnou cenou.

V praxi se ocenění na základě tržní hodnoty používá velice málo, týká se pouze velkých podniků. Malé a střední podniky neumísťují své akcie na trh, proto je pro ně tento druh ocenění bezpředmětný.

2.2.2 Subjektivní (investiční) hodnota

Podle Mezinárodních oceňovacích standardů je investiční hodnota definována jako „*hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investorů, kteří mají určité investiční cíle a/nebo kritéria. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku*“.⁹

Mezi základní charakteristiky investiční hodnoty patří:

- budoucí peněžní toky reprezentují v rozhodující míře představu řídicích pracovníků oceňovaného subjektu, popř. investora,

⁸ International Valuation Standards 2005, str. 82 (kapitola International Valuation Standard 1, odst. 3.1)

⁹ International Valuation Standards 2005, str. 94 (kapitola International Valuation Standard 2, odst. 3.2)

- diskontní míra je stanovena na základě alternativních možností investovat.

2.2.3 Objektivizovaná hodnota

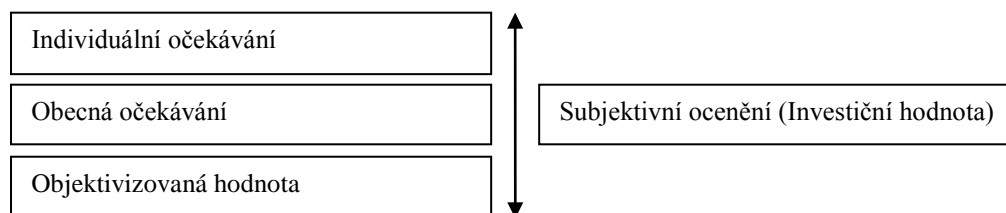
Německé oceňovací standardy uvádí definici objektivizované hodnoty, která zní: „Objektivizovaná hodnota představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka (nebo skupiny vlastníků), neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku.“¹⁰

Objektivizovaná hodnota by měla být postavena na všeobecně uznávaných datech a při jejím výpočtu by měl být dodržen následující postup:

1. Objektivní ocenění vyžaduje, aby z podniku bylo vybíráno jen tolik peněžních prostředků, aby nebyla ohrožena jeho majetková podstata (substance).
2. Ocenění vychází z tzv. volného zisku. Jedná se o tu část zisku, který může být použita, aniž by byla ohrožena substance podniku.
3. Při ocenění podniku se vychází ze stavu podniku v okamžiku ocenění.
4. Metoda ocenění by měla být jasná a jednoznačná.
5. Předpokládá se, dosavadní management v podniku přetrvá.
6. Měly by se zohlednit daně na úrovni vlastníka.

Objektivizovaná hodnota tvoří dolní mez hodnoty podniku. Když k tomuto základu přidáme obecná očekávání, která jsou obecně známá, a individuální očekávání, která mají ryze subjektivní charakter, dostaneme investiční hodnotu. Vztah mezi subjektivizovanou a objektivizovanou hodnotou ukazuje Obr. 2.1.

Obr. 2.1 Vztah objektivizované hodnoty a subjektivního ocenění



¹⁰ IDW S 1

2.2.4 Kolínská škola

Kolínská škola je založena na tom, že ocenění nemá smysl modifikovat v závislosti na jednotlivých podnětech, ale na obecných funkcích, které má ocenění pro uživatele jeho výsledků. Mezi funkce oceňování, které Kolínská škola zastává, patří funkce poradenská, rozhodčí, argumentační, komunikační a daňová.

Smyslem **poradenské funkce** je poskytnout kupujícímu podklady a informace o tzv. maximální ceně, kterou ještě může zaplatit kupující, aniž by na transakci prodělal, a o tzv. minimální ceně, kterou ještě prodávající může přijmout, aniž by na transakci prodělal. **Rozhodčí funkce** by se mohla také nazvat funkcí nezávislého oceňovatele neboli rozhodčího. **Funkce argumentační** je založena na tom, že oceňovatel hledá argumenty, které mají zlepšit pozici dané strany a slouží jí jako podklad pro jednání. Smyslem **komunikační funkce** je poskytnout podklad pro komunikaci s veřejností, především s investory a bankami. Cílem **daňové funkce** je poskytnout podklady pro daňové účely.

2.3 Faktor času a rizika

Faktor času a rizika patří mezi základní stavební kameny ocenění. Oba dva faktory se do oceňování promítají především prostřednictvím diskontní míry. Pojem diskontní míra se používá v anglosaské literatuře. Můžeme se setkat také s pojmem kalkulovaná úroková míra, který je používán v německé literatuře.

Z hlediska času vymezujeme hodnotu aktiva jako současnou hodnotu budoucích čistých příjmů, které z tohoto aktiva plynou držiteli tohoto aktiva. Uplatňuje se zde tzv. časová hodnota peněz, kterou se rozumí skutečnost, že příjem získaný dříve má větší význam než příjem získaný později, protože jeho příjemce může získané prostředky dříve investovat a dosáhnout tak z nich dalšího výnosu.

Pod faktorem rizika si můžeme představit pravděpodobnost, s jakou finanční příjem nastane. Hodnota aktiva bude vyšší, pokud jsou očekávané příjmy poměrně jisté, a naopak hodnota bude tím nižší, čím vyšší bude riziko dosažení očekávaného příjmu. Riziko můžeme rozlišit podle dvou základních typů členění:

- Členění na riziko obchodní a finanční.
- Členění na riziko systematické a nesystematické.

Členění na riziko obchodní a finanční je užitečné tam, kde chceme sestavit rizikovou přírážku v rámci diskontní míry podle jednotlivých dílčích rizik. Obchodní riziko vychází z proměnlivosti čistých výnosů, která je způsobena především proměnlivostí prodeje (jedná se o tzv. profesní riziko) a úrovní fixních prodejních nákladů (jedná se o tzv. provozní riziko). Finanční riziko je závislé na velikosti fixních finančních nákladů, které jsou zejména tvořeny nákladovými úroky, leasingovými splátkami, dividendami z prioritních akcií apod. V praktickém použití je finanční riziko ztotožněno s tou částí volatility celkových výsledků hospodaření, která je způsobena placením fixních nákladových úroků.

Členění na riziko systematické a nesystematické má vztah k účelu, pro který má dané ocenění sloužit. Toto členění se vyskytuje především ve vazbě k investicím na kapitálovém trhu. Riziko, které můžeme snížit diverzifikací portfolia, označujeme jako nesystematické. Říká se mu také specifické nebo jedinečné riziko. Je vyvoláno příčinami, které jsou specifické pro určitý podnik. Může jít např. o chyby managementu, uplatňování nových a zatím neověřených poznatků v podniku apod. Systematické riziko bývá také označováno jako tržní riziko, protože je spojeno s trhem jako celkem. Mezi faktory tohoto rizika patří vývoj hrubého domácího produktu, tržních úrokových sazeb, cenové hladiny apod. Tyto vlivy působí na všechny cenné papíry různou silou.

2.4 Postup při ocenění podniku

Při ocenění podniku postupujeme podle několika kroků. Prvním krokem je sběr vstupních dat (základní data o podniku, ekonomická data, data o výrobě a prodeji). Dále se jedná o provedení analýz dat, mezi které patří strategická analýza a finanční analýza. Třetím krokem je sestavení finančního plánu a v posledním kroku se provede samotné ocenění.

2.4.1 Strategická analýza

Cílem strategické analýzy je odhadnout, kam směřuje vývoj vnějšího prostředí, v němž se podnik pohybuje, a jaké postavení a možnosti vývoje v něm daný podnik má. Strategická analýza představuje analýzu a prognózu vnějšího a vnitřního potenciálu podniku vedoucí k odhalení příležitostí a rizik v něm. Vnějšími okolím podniku rozumíme faktory, které existují mimo podnik, působí na něj, ale nemůžeme je přímo ovlivnit. Mezi tyto faktory patří faktory makroprostředí (národní hospodářství) a faktory mikroprostředí (odvětví a trh). Pod pojmem vnitřní prostředí chápeme analýzu konkurence.

Analýza makroprostředí

Vývoj makroprostředí, ve kterém podniky fungují, má podstatný vliv na jejich výkonnost. Podnik lze chápat v rámci makroprostředí jako subsystém. Mezi další subsystémy makroprostředí patří politické, technologické, ekonomické a sociální prostředí.

Makroekonomických ukazatelů, které působí na podnik, je celá řada. Mezi nejpoužívanější ukazatele patří tempo růstu hrubého domácího produktu, fiskální politika státu, vývoj peněžní nabídky, vývoj úrokových sazeb, vývoj devizových kurzů, vývoj inflace a ekonomické a politické šoky.

Když roste hrubý domácí produkt, můžeme očekávat, že se zlepší odbytové podmínky pro podnik. S růstem HDP rostou důchody domácností a podniků a tím i spotřeba a investice.

V rámci fiskální politiky státu je pro podniky důležitý vývoj daňového zatížení právnických a fyzických osob. Růst daně z příjmu právnických osob snižuje disponibilní zisk firem, což má negativní dopad na jejich investiční aktivitu. Podobně růst zdanění fyzických osob snižuje jejich disponibilní příjmy, což se projeví v nižší spotřebě statků a služeb nabízených podniky.

Vývoj peněžní nabídky se projevuje v chování investorů a má přímý vliv na vývoj akciových trhů. Na růst HDP má vývoj peněžní nabídky nepřímý vliv. Jestliže peněžní nabídka roste, způsobuje vzestup akciových trhů. Pokles peněžní nabídky vede k růstu úrokových sazeb a k poklesu kurzu akcií.

Vývoj úrokových sazeb ovlivňuje dostupnost bankovních úvěrů pro podniky a tím jejich možnosti růstu. Růst úrokových sazeb má negativní dopad na investiční aktivitu firem. Růst úrokových sazeb také potlačuje nákupy domácností hrazené formou spotřebitelských úvěrů, což se odráží ve snížení poptávky po produkci podniku.

Inflace má silný dopad na hospodaření podniku. Problémy s inflací na úrovni podniků se týkají těchto aspektů:

- inflace zkresluje vztah mezi objemem odpisů a objemem obnovovacích investic,
- inflace způsobuje komplikace při oceňování zásob při použití metody FIFO, snižuje náklady spotřeby a vystavuje podnik vyššímu daňovému zatížení.

Ekonomické a politické šoky mají zásadní vliv na podnikovou sféru. Patří mezi ně např. negativní demise vlády, volební výsledky, vývoj nezaměstnanosti apod.

Analýza mikroprostředí

Příslušnost podniku k určitému odvětví je velmi důležitá a identifikace základních znaků dává investorovi přesnější představu o zamyšlené investici. Jedná se v podstatě o vymezení dvou základních okruhů problémů, kterými jsou identifikace základních charakteristických znaků odvětví a prognózu vývoje odvětví.

K základním charakteristickým znakům odvětví patří

- citlivost na změny hospodářského cyklu,
- míra regulace ze strany státu (bariéry vstupu do odvětví apod.),
- struktura odvětví.

Podle charakteristiky citlivosti na změny hospodářského cyklu rozlišujeme odvětví cyklická, neutrální a anticyklická. Cyklická odvětví kopírují hospodářský cyklus. Klasickým příkladem cyklického odvětví je stavebnictví, dále průmysl dlouhodobých spotřebních statků (výroba automobilů). Odvětví neutrální nejsou zásadně ovlivňována hospodářským cyklem. Patří mezi ně zejména výroba nezbytných statků (výroba potravin, léků apod.) a výroba produktů s nízkou cenovou elasticitou (káva, cigarety, alkohol, noviny a časopisy). Anticyklická odvětví dosahují v období recese nejlepších výsledků. Příkladem mohou být hrací automaty, sázkové kanceláře, televize apod.

Druhou podstatnou odvětvovou charakteristikou je míra regulace ze strany státu, která může mít formu regulovaných cen (cena energie, nájemné apod.) nebo se může jednat o bariéry vstupu do odvětví formou udělování licencí státem apod.

Struktura odvětví je třetím faktorem, který je částí odvětvové analýzy. Na strukturu odvětví mají vliv konkurenční faktory, mezi které patří vstup nových konkurentů, hrozba nových výrobků nebo služeb, dohadovací schopnost kupujících nebo soupeření mezi existujícími konkurenty.

Výše uvedené faktory mají zásadní vliv na výnosnost odvětví, protože ovlivňují složky návratnosti investic, tj. ceny, náklady a investice.

Prognóza vývoje odvětví je důležitá pro stanovení finančního plánu, ze kterého se vychází při ocenění podniku. Východiskem pro prognózu odvětví je historický vývoj, který se zaměřuje především na porovnání minulého vývoje tržeb a zisků. Při prognóze je důležité vhodně stanovit délku období, na které lze prognózovat tržby. Do úvah by měla být zahrnuta i očekávání z hlediska vývoje úrokových měr, devizových kurzů, popř. očekávání politických

událostí (volby, růst deficitu státního rozpočtu apod.)

SWOT analýza

SWOT analýza je typ strategické analýzy podniku. Jedná se o metodu, pomocí které je možné identifikovat silné a slabé stránky, příležitosti a hrozby sledovaného podniku. Analýza silných a slabých stránek se zaměřuje především na interní prostředí podniku. Analýza příležitostí a hrozeb se soustřeďuje na externí prostředí firmy, které podnik nemůže ovlivnit.

Jestliže podnik eliminuje své hrozby, koncepčně řeší slabé stránky a podporuje silné stránky, může poté efektivně realizovat příležitosti. Snaha o realizaci identifikovatelných příležitostí bez eliminace hrozeb a slabých stránek je zásadní chybou v rozhodování managementu.

2.4.2 Finanční analýza

Finanční analýza představuje významnou součást finančního řízení podniku. Jejím hlavním úkolem je poskytnout informace o finančním zdraví podniku, což znamená odpovědět na dvě základní otázky: v jakém stavu se podnik nachází a co může očekávat od budoucnosti. Mezi dvě základní analýzy lze řadit analýzu stavových veličin a poměrovou analýzu.

Analýza stavových veličin spočívá v porovnání jednotlivých položek rozvahy, výkazu zisku a ztráty a výkazu cash-flow. Do tohoto druhu finanční analýzy patří *horizontální analýza*, která sleduje vývoj zkoumané veličiny v čase, a *vertikální analýza*, která sleduje strukturu finančního výkazu vztahenou k nějaké smysluplné veličině (např. celková bilanční suma). Výsledkem těchto analýz jsou tzv. srovnávací výkazy, které jsou nedílnou součástí každé finanční analýzy.

Poměrová analýza je založena na výpočtu poměrových ukazatelů, které jsou poměrem různých položek. Podnik je složitým organismem, proto existuje celá soustava poměrových ukazatelů, která zahrnuje ukazatele rentability, ukazatele aktivity, ukazatele zadluženosti a ukazatele likvidity. Výhodou poměrové analýzy je rychlá dostupnost výsledků. Dále se jedná o metodu s nízkými náklady, která umožňuje provádět analýzu časového vývoje. Nevýhodou poměrové analýzy je, že existují pouze orientační optimální hodnoty poměrových ukazatelů, které nemají univerzální platnost.

Ukazatele rentability

Rentabilita, resp. výnosnost vloženého kapitálu je měřítkem schopnosti podniku vytvářet nové zdroje, dosahovat zisku použitím investovaného kapitálu. Podle toho, o jaký druh vloženého kapitálu se jedná, rozlišujeme rentabilitu aktiv (ROA), rentabilitu vlastního kapitálu (ROE) a rentabilitu tržeb (ROS).

Rentabilita aktiv

Ukazatel rentability aktiv je shodný s ukazatelem rentability celkového kapitálu, neboť základním rozvahovým pravidlem je rovnost aktiv a pasiv. Daný ukazatel má následující tvar:

$$ROA = \frac{EAT + \dot{U} \cdot (1 - t)}{A} \cdot 100\%, \quad (2.4)$$

kde ROA – rentabilita aktiv,

EAT – Earnings After Taxes (Hospodářský výsledek po zdanění),

\dot{U} – nákladové úroky,

t – daňová sazba,

A – aktiva celkem.

Tento typ vzorce ROA je jedním z nejpoužívanějších, protože zohledňuje daňové břemeno.

Rentabilita vlastního kapitálu

Rentabilita vlastního kapitálu vyjadřuje výnosnost kapitálu vloženého vlastníky. Daný ukazatel má následující tvar:

$$ROE = \frac{EAT}{VK} \cdot 100\%, \quad (2.5)$$

kde ROE – rentabilita vlastního kapitálu,

EAT – Earnings After Taxes (Hospodářský výsledek po zdanění),

VK – vlastní kapitál.

Rentabilita tržeb

Ukazatel rentability tržeb vyjadřuje, kolik korun čistého zisku připadá na 1 korunu tržeb. V čitateli daného ukazatele je EBIT, který slouží k vyloučení vlivů finančních efektů.

Daný ukazatel má následující tvar:

$$ROS = \frac{EBIT}{T} \cdot 100\%, \quad (2.6)$$

kde ROS – rentabilita tržeb,

EBIT – Earnings Before Interests And Taxes (Hospodářský výsledek před úroky a daněmi – v ČR provozní výsledek hospodaření),

T – tržby.

Ukazatele zadluženosti

Pokud podnik provádí analýzu zadluženosti, používá pro financování části podnikových aktiv cizí zdroje. Ukazatelů zadluženosti je celá řada, jedná se např. o ukazatel celkové zadluženosti, ukazatel finanční samostatnosti, ukazatel zadluženosti vlastních zdrojů nebo ukazatel úrokového krytí.

Ukazatel celkové zadluženosti

Ukazatel celkové zadluženosti, nazývaný též ukazatel věřitelského rizika, vyjadřuje, do jaké míry je majetek kryt cizími zdroji. Daný ukazatel má následující tvar:

$$Z_c = \frac{CZ}{A} \cdot 100\%, \quad (2.7)$$

kde Z_c – celková zadluženost,

CZ – cizí zdroje,

A – celková aktiva.

Ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu

Ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu vyjadřuje výši dluhu připadajícího na 1 korunu vlastního kapitálu. Daný ukazatel má následující tvar:

$$Z_{VK} = \frac{CZ}{VK} \cdot 100\%, \quad (2.8)$$

kde Z_{VK} – zadluženost vlastního kapitálu,

CZ – cizí zdroje,

VK – vlastní kapitál.

Ukazatel úrokového krytí

Tento ukazatel vyjadřuje, kolikrát celkový efekt reprodukce převyšuje úrokové platby. Neschopnost hradit úrokové platby ze zisku může být znakem blížícího se úpadku firmy.

Daný ukazatel má následující tvar:

$$ÚK = \frac{EBIT}{Ú}, \quad (2.9)$$

kde ÚK – úrokové krytí,

EBIT – Earnings Before Interests And Taxes (Hospodářský výsledek před úroky a daněmi – v ČR provozní výsledek hospodaření),

Ú – nákladové úroky.

Ukazatele likvidity

Ukazatele likvidity slouží k analýze platební schopnosti firmy, která je základem finančního zdraví podniku. Mezi základní ukazatele likvidity patří ukazatel běžné likvidity, ukazatel pohotové likvidity a ukazatel okamžité likvidity.

Ukazatel běžné likvidity

Ukazatel běžné likvidity vyjadřuje, kolikrát pokrývají oběžná aktiva krátkodobé závazky. Daný ukazatel má následující tvar:

$$BL = \frac{OA}{KCZ}, \quad (2.10)$$

kde BL – běžná likvidita,

OA – oběžná aktiva,

KCZ – krátkodobé cizí zdroje.

Ukazatel pohotové likvidity

Ukazatel pohotové likvidity obsahuje celková aktiva bez zásob, čímž je odstraněn vliv obecně nejméně likvidní části oběžných aktiv. Daný ukazatel má následující tvar:

$$PL = \frac{OA - Z}{KCZ},$$

(2.11)

kde PL – pohotovostní likvidita,
OA – oběžná aktiva,
Z – zásoby,
KCZ – krátkodobé cizí zdroje.

Ukazatel okamžité likvidity

Ukazatel okamžité likvidity obsahuje celková aktiva bez zásob i pohledávek, které mohou být různě bonitní a s různou dobou splatnosti. Daný ukazatel má následující tvar:

$$OL = \frac{KFM}{KCZ}, \quad (2.12)$$

kde OL – okamžitá likvidita,
KFM – krátkodobý finanční majetek,
KCZ – krátkodobé cizí zdroje.

Ukazatele aktivity

Pomocí ukazatelů aktivity podnik zjišťuje vázanost kapitálu v jednotlivých formách aktiv. Existují dva základní typy ukazatelů aktivity, a to doba obratu a rychlost obratu. Mezi hlavní položky aktiv, na které je zaměřena pozornost, patří zásoby, pohledávky a závazky. Ve výpočtu ukazatelů aktivity se používá 365 dnů v Anglosaských zemích a 360 dnů v německých zemích. V této práci bude použito 360 dnů, protože se s tímto číslem dá lépe pracovat, je dělitelné dvěma a čtyřmi. Kalendářní rok je tedy lépe uchopitelný.

Ukazatel doby obratu pohledávek

Ukazatel doby obratu pohledávek vyjadřuje, kolik dní se pohledávky vyskytují v majetkové struktuře podniku, neboli za jak dlouhé období jsou pohledávky v průměru spláceny. Daný ukazatel má následující tvar:

$$DOP = \frac{\emptyset P}{T} \cdot 360, \quad (2.13)$$

kde DOP – doba obratu pohledávek,
 $\emptyset P$ – průměrný stav pohledávek,
T – tržby.

Ukazatel doby obratu závazků

Ukazatel doby obratu závazků vyjadřuje, kolik dní se závazky vyskytují v kapitálové struktuře podniku, neboli za jak dlouhé období podnik splatí své závazky. S dobou obratu závazků a dobou obratu pohledávek souvisí pravidlo solventnosti, které zní: $DOP < DOZ$.

Daný ukazatel má následující tvar:

$$DOZ = \frac{\emptyset Z}{T} \cdot 360, \quad (2.14)$$

kde DOZ – doba obratu závazků,

$\emptyset Z$ – průměrný stav závazků,

T – tržby.

Ukazatel doby obratu zásob

Ukazatel doby obratu zásob vyjadřuje, za jak dlouhé období jsou zásoby přeměněny na peněžní prostředky. Daný ukazatel má následující tvar:

$$DOZ_{\text{ás}} = \frac{\emptyset Z_{\text{ás}}}{T} \cdot 360, \quad (2.15)$$

kde $DOZ_{\text{ás}}$ – doba obratu zásob,

$\emptyset Z_{\text{ás}}$ – průměrný stav zásob,

T – tržby.

2.5 Metody používané při oceňování podniku

Existuje celá řada metod oceňování. Volba správné metody oceňování určuje, zda-li bude naplněn cíl či důvod oceňování. Mezi základní metody oceňování patří výnosové metody, majetkové metody, komparativní metody a kombinované metody.

2.5.1 Výnosové metody

Výnosové metody pro oceňování podniku jsou založeny na poznatku, že hodnota hospodářských statků je v zásadě určena současnou hodnotou budoucích výnosů z tohoto statku. Hodnota u těchto metod závisí především na definici budoucích výnosů, volbě

časového horizontu a stanovení nákladu kapitálu. Proces zjišťování hodnoty podniku pomocí výnosové metody je stejně jako rozhodovací proces vedení firmy zaměřen do budoucna.

Odhad tržní hodnoty vlastního kapitálu je jednou z klíčových úloh finančního řízení. Zjišťuje se hodnota, která připadá vlastníkům podniku a růst této hodnoty znamená realizaci vlastnických zájmů.

Mezi výnosové metody oceňování patří:

- metody diskontovaných peněžních toků,
- metody kapitalizovaných zisků,
- metody EVA.

Metody diskontovaných peněžních toků

Metody diskontovaných peněžních toků (DCF – Discounted Cash Flow) patří v současnosti k nejvíce používaným metodám. Tyto metody jsou založeny na tom, že hodnota společnosti je odvozována z budoucích volných peněžních toků, které se převádějí na současnou hodnotu. U všech těchto metod musíme správně vymezit budoucí peněžní toky, stanovit náklad kapitálu, kterým jsou peněžní toky diskontovány a dále stanovit hodnotu firmy pomocí metody ocenění.

„Podle toho, zda je oceňován celkový kapitál nebo pouze vlastní kapitál, a podle toho, jak jsou definovány peněžní toky a náklad kapitálu, lze rozlišit čtyři základní metody oceňování podniku:

- *metoda DCF-Entity,*
- *metoda DCF-Equity,*
- *metoda DDM (Dividend Discount Model),*
- *metoda APV (Adjusted Present Value)“, jak uvádí Dana Dluhošová.¹¹*

Cílem **metody DCF-Entity** je tržní ocenění celkového kapitálu. Volný peněžní tok (Free Cash Flow to the Firm – FCFF) je diskontován nákladem celkového kapitálu (WACC). Hodnotu podniku jako perpetuitu lze určit takto

$$H_p = \frac{FCFF}{WACC}, \quad (2.16)$$

kde H_p – hodnota podniku,

FCFF – volné peněžní toky firmy,

¹¹ Dluhošová, Dana; Finanční řízení a rozhodování podniku, 2006, s. 149

WACC – vážené průměrné náklady kapitálu.

Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC) jsou jednou ze sazeb nákladů kapitálu.

Sazba nákladů kapitálu plní při výpočtu DCF - Entity dvě základní funkce:

- určuje minimální rentabilitu kapitálu,
- je základnou pro diskontování budoucích FCFF při oceňování pomocí této metody.

Vzorec výpočtu průměrných vážených nákladů kapitálu má tvar

$$WACC = R_E \cdot \frac{VK}{K} + R_D \cdot \frac{CK}{K} \cdot (1 - d), \quad (2.17)$$

kde R_E – náklad na vlastní kapitál,

R_D – náklad na cizí kapitál,

VK – vlastní kapitál,

CK – je cizí kapitál,

K – celkový kapitál

d – daňová sazba z příjmů právnických osob.

Náklady na vlastní kapitál jsou vyšší než náklady na cizí kapitál. Jedním z důvodů je fakt, že riziko vlastníka je vyšší než riziko věřitele. Dalším důvodem je, že nákladové úroky jsou daňově uznatelnými náklady, snižují zisk jako základ pro výpočet Daně z příjmu PO. Tento efekt se nazývá daňový štít.

Mezi základní metody stanovení nákladů vlastního kapitálu (R_E) patří

- model oceňování kapitálových aktiv – CAPM,
- arbitrážní model oceňování – APM,
- dividendový model,
- stavebnicový model.

Model oceňování kapitálových aktiv (CAPM) je jedním z tržních přístupů. Jedná se o rovnovážný model. Jeho rovnováha je dána tím, že mezní sklon očekávaného výnosu a rizika je pro všechny investory stejný. Náklady vlastního kapitálu se podle modelu CAPM zjistí jako

$$E(R_E) = R_F + \beta_e \cdot [E(r_m) - R_F], \quad (2.18)$$

kde R_F – bezriziková sazba,

β_e – parametr beta vlastního kapitálu daného podniku,

$E(R_M)$ – očekávaný výnos tržního portfolia M.

Parametr β_e vyjadřuje, o kolik se zvýší dodatečný výnos VK, pokud se zvýší dodatečný výnos tržního portfolia o jednotku.

Arbitrážní model oceňování (APM) představuje tržní přístup k nalezení nákladů VK. Patří mezi vícefaktorové modely, což znamená, že bere v úvahu více rizikových faktorů, kterými jsou jak makroekonomické (HDP, inflace a další), tak mikroekonomické ukazatele (likvidita, zadluženost apod.). Arbitrážní model oceňování má tvar

$$E(R_E) = R_F + \sum \beta_{Ej} \cdot [E(R_j) - R_F], \quad (2.19)$$

kde β_{Ej} – koeficient citlivosti výnosu VK na výnos j – tého faktoru,

$E(R_j)$ – střední hodnota výnosu j – tého faktoru.

Dividendový model se využívá pro oceňování akcií, kdy tržní cena akcie je dána současnou hodnotou budoucích dividend z této akcie. Rozlišujeme dva druhy dividendových modelů, a to běžný model a Gordonův růstový model. V rámci běžného modelu předpokládáme nekonečně dlouhou držbu akcie a konstantní hodnoty dividendy. Náklady vlastního kapitálu se pomocí běžného dividendového modelu zjistí jako

$$R_E = \frac{DIV}{TC}, \quad (2.20)$$

kde DIV – dividendy,

TC – tržní cena akcie.

V rámci Gordonova dividendového růstového modelu předpokládáme, že dividendy porostou určitým tempem. Vzorec daného modelu má tvar

$$R_E = \frac{DIV}{TC} + g, \quad (2.21)$$

kde g je tempo růstu dividendy.

Pro firmy působící v České republice se doporučuje použít ke stanovení nákladů vlastního kapitálu stavebnicové modely. Česká republika je stále ekonomikou s nedokonalým kapitálovým trhem a krátkou dobou fungování tržní ekonomiky, kde proto nelze všeobecně použít model CAPM a arbitrážní model.

Stavebnicový model, který využívá Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR, má tvar

$$WACC_U = R_F + R_{podnikatelské} + R_{finstab} + R_{LA}, \quad (2.22)$$

kde R_F – bezriziková sazba,

$R_{\text{podnikatelské}}$ – riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko,
 R_{finstab} – riziková přírážka za riziko vyplývající z finanční stability,
 R_{LA} – riziková přírážka za velikost podniku.

Náklady na cizí kapitál lze vyjádřit jako úroky nebo kupónové platby, které je třeba platit věřitelům. Základní úroková míra je dána situací na finančním trhu. Náklady na cizí kapitál v podobě úroků se zjistí jako

$$R_D = i \cdot (1 - t), \quad (2.23)$$

kde i – úroková sazba,

t – daňová sazba z příjmů právnických osob.

Náklady dluhu, který byl získán upisováním obligací, se určí jako

$$P = \sum_{t=1}^T c \cdot (1 + R_D)^{-t} + NV \cdot (1 + R_D)^{-T}, \quad (2.24)$$

kde P – tržní cena obligace,

c – kupónová platba,

NV – nominální hodnota obligace,

T – doba do splatnosti obligace.

U **metody DCF-Equity** je oceňován pouze vlastní kapitál. Volné peněžní toky souvisí pouze s vlastním kapitálem (Free Cash Flow to the Equity – FCFE) a jsou diskontovány nákladem vlastního kapitálu R_E . Propočet hodnoty jako perpetuity je následující

$$H_P = \frac{FCFE}{R_E}. \quad (2.25)$$

kde FCFE – volné peněžní toky firmy související s vlastním kapitálem,

R_E – náklady vlastního kapitálu.

Odhad tržní hodnoty vlastního kapitálu je jednou z klíčových úloh finančního řízení. Zjišťuje se hodnota, která připadá vlastníkům podniku a růst této hodnoty znamená realizaci vlastnických zájmů.

U **metody DDM** je oceňován vlastní kapitál, a to tak, že peněžní tok je vyjádřen pomocí dividendy. Dividendový model je v podstatě modifikovaný model DCF, kdy se používá místo FCF dividendy. Existují dvě verze modelu. První z nich je s konstantními FCF, jejíž propočet je následující

$$H_P = \frac{DIV}{R_E}. \quad (2.26)$$

Druhou verzí je model s konstantě rostoucími FCF, což je tzv. Gordonův model

$$H_p = \frac{DIV}{R_E - g}, \quad (2.27)$$

kde g – očekávaná míra růstu dividend do nekonečna.

Tento model se používá u podniků, které dosahují zisku a stabilně vyplácí dividendy. Na hodnotu podniku má vliv řada faktorů, kterými jsou např. úroveň dividendy nebo očekávaná prodejní cena akcie.

Model APV slouží k oceňování celkového kapitálu. Finanční toky tvoří toky nezadlužené firmy $FCFE_U$, které jsou diskontovány nákladem celkového kapitálu nezadlužené firmy R_U . Aby bylo možné zjistit hodnotu zadlužené firmy, je nutné přičíst současnou hodnotu daňového štítu TS , kterou zjistíme diskontováním náklady dluhu R_D . Hodnota firmy jako perpetuita se určí takto

$$H_p = \frac{FCFE_U}{R_U} + \frac{TS}{R_D}, \quad (2.28)$$

kde $FCFE_U$ – volné peněžní toky nezadlužené firmy,

R_U – náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy,

TS – Tax Shield – současná hodnota daňového štítu,

R_D – náklady dluhu.

Metoda kapitalizovaných zisků

Metoda kapitalizovaných zisků je založena na principu stanovení trvalého zisku. Výchozím bodem jsou údaje z rozvahy a výkazu zisku a ztráty za období 3 až 5 let. U těchto metod je klíčovým určit tzv. trvale udržitelný zisk, tj. účetní zisk, který je upraven o řadu korekcí, jedná se např. o úpravu odpisů o reálné opotřebení, vyloučení mimořádných výnosů a nákladů přechodného charakteru, či vyloučení skrytých rezerv.

Existují 2 metody odhadů trvalého zisku, a to paušální a analytická metoda. Pomocí paušální metody se odhad trvalého zisku určí jako

$$Z = \sum_{t=1}^T w_t \cdot Z_t, \quad (2.29)$$

kde Z – trvalý (konstantní) zisk,

Z_t – zisk minulých období upravený o korekce,

w_t – váhy přiřazené jednotlivým obdobím,

T – počet let zahrnutých do výpočtu.

Paušální metoda je vhodná pro podniky, které mají určitou minulost, ale jejich budoucnost je obtížně predikovatelná. Jedná se např. o menší podniky pracující na zakázku.

Analytická metoda je založena na tom, že výnosové ocenění vychází z prognózy budoucích výsledků upravených o vliv financování. Pomocí analytické metody se odhad trvalého zisku zjistí jako

$$H_p = \frac{Z}{r_k}, \quad (2.30)$$

kde H_p – hodnota podniku,

r_k – náklady kapitálu (kalkulovaná úroková míra).

Metoda EVA

Ekonomická přidaná hodnota je ukazatel, pomocí kterého se měří ekonomický zisk. Pokud firma dosahuje ekonomického zisku, znamená to, že jsou hrazeny nejen běžné náklady, ale i náklady kapitálu.

Ukazatel EVA se používá jako

- nástroj finanční analýzy,
- nástroj řízení podniku a motivování zaměstnanců,
- nástroj ocenění podniku (viz. Kapitola 2.7).

Ukazatel EVA se využívá při hodnocení výkonnosti podniku. Samotná finanční analýza má však dostatek ukazatelů výkonnosti. Patří mezi ně výsledek hospodaření, zisk na akcii, rentabilita vlastního kapitálu nebo např. rentabilita celkového kapitálu. Tyto ukazatele se ukázaly jako nedostatečné, protože nezohledňují obchodní a finanční rizika a spolu s tím i výnosové požadavky investorů, jsou ovlivňovány rozdílnými účetními předpisy a jejich aplikací a dochází k opomíjení časové hodnoty peněz.

V současné době se ukazatel EVA používá v řadě zahraničních firem jako nástroj řízení podniku. Tento řídicí systém je založen na tom, že zaměstnanci jsou zainteresováni na maximalizaci ukazatele EVA pomocí tzv. bonusu. Tento bonus je vázán na tři parametry:

- celkovou výši EVA v daném útvaru,
- přírůstek EVA,
- doplňkové individuální parametry, kterými mohou být buď určité ukazatele nebo subjektivní hodnocení ze strany vedoucího.

Výhodou ukazatele EVA je, že jej lze průběžně sledovat z běžných údajů a zároveň je přímo propojený s hodnotou firmy. Pokud je pracovník zainteresován na zvyšování EVA, bude pravděpodobně přímo přispívat k růstu hodnoty firmy. Další výhodou je, že ukazatel EVA nemá stanoveny limity, při kterých bude dosaženo bonusu. U jiných ukazatelů bývá stanovena minimální úroveň, při které zaměstnanci dosáhnou bonusu. Tento bonus poté může narůstat při vyšším plnění ukazatelů, ale jen do určité horní meze. Negativním důsledkem je, že zaměstnanci nejsou zainteresováni na vyšším plnění nad horní mez, neboť bonus již nenarůstá.

Výnosovým metodám se říká tzv. fáze v émeto dý. Vychází se z odhadu plánu a projekce ekonomických efektů do budoucna. Klíčovým prvkem je tedy odhad těchto veličin, přičemž se v podnikatelské praxi předpokládá trvání podniku v neomezeném časovém horizontu. Podle toho, kolik fází se určuje při oceňování podniku, se metody rozlišují na jednofázové, dvoufázové a obecně vícefázové metody.

Jednofázová metoda

U této metody se předpokládá stejné chování po celé období, přičemž trvání firmy je neomezené. Pak je tedy hodnota firmy při konstantních FCF určena jako perpetuita takto,

$$H_p = \frac{FCF}{R}. \quad (2.31)$$

Dvoufázová metoda

Vychází z jednoduché představy, že budoucí období lze rozdělit na dvě fáze. První fáze je zpravidla plánována na 4 – 6 let, kdy je situace ve firmě lépe předvídatelná a finanční toky se dají plánovat poměrně přesně. Po ukončení první fáze následuje bezprostředně fáze druhá, která trvá do nekonečna. V této fázi lze odhadnout pouze trend finančních toků. Hodnota podniku za období druhé fáze se označuje jako pokračující hodnota.

Hodnotu firmy souhrnně za obě dvě fáze pak lze určit následovně

$$H_p = H_{p1} + H_{p2}, \quad (2.32)$$

kde H_{p1} – hodnota firmy za první fázi.

Hodnota firmy za první fázi se vypočítá jako

$$H_{p1} = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot (1 + R)^{-t}. \quad (2.33)$$

Hodnota firmy za druhou fází se vypočítá jako

$$H_{p2} = PH \cdot (1 + R)^{-T}, \quad (2.34)$$

kde PH – pokračující hodnota,

R – náklady kapitálu v první fázi,

T – délka trvání první fáze.

2.5.2 Majetkové metody

Proces oceňování u majetkových metod spočívá v ocenění jednotlivých složek aktiv, závazků a dluhů. Mezi majetkové metody patří účetní metoda, substanční metoda, metoda likvidační hodnoty.

Účetní metoda

Hodnota podniku je dána výší vlastního kapitálu uvedeného v rozvaze. Výhodou je velká průkaznost získaného ocenění. Vypovídací hodnota této metody je však poměrně nízká. Mezi příčiny nízké vypovídací hodnoty účetního ocenění podniku patří:

- difference mezi cenou, za kterou byl majetek původně pořízen, a jeho skutečnou hodnotou k datu ocenění,
- aktiva v rozvaze nezahrnují všechna aktiva, jimiž podnik disponuje. Jedná se hlavně o nehmotný majetek, který nyní tvoří stále větší část podnikových aktiv.

Substanční metoda

Základem ocenění substance by měla být reprodukční pořizovací cena jednotlivých aktiv snížená o reálné ocenění všech závazků a dluhů k datu ocenění za předpokladu pokračování podniku. Jedná se o souhrn samostatných ocenění jednotlivých položek majetku a závazků. Výsledkem využití této metody je stanovení aktualizované hodnoty nebo čistých reprodukčních nákladů. Hodnota substance pak odpovídá na otázku, kolik by investor musel zaplatit, kdyby podobný podnik měl založit znovu.

Metoda likvidační hodnoty

Podstata této metody spočívá ve zjištění hodnoty majetku k určitému časovému okamžiku, přičemž se předpokládá, že podnik ukončí svou činnost, jednotlivá aktiva budou rozprodána a budou splaceny veškeré závazky podniku. Likvidační hodnota tvoří dolní

hranici hodnoty podniku. Při některém rozdělení bývá tato metoda zahrnována do výnosových metod, protože výsledkem je výnos (částka, za kolik je podnik prodán).

2.5.3 Tržní metody

Také někdy označovány jako metody relativního oceňování nebo metody tržního srovnání. Hodnota se odvozuje od srovnání s jinými podniky. Podmínkou je, aby podniky, které jsou porovnávány, vlastnily stejná aktiva a aby rozdíl mezi nimi byl co možná nejmenší. Srovnávány jsou nejčastěji podniky, jejichž podíly jsou obchodovány veřejně na finančních trzích. Každý podnik je specifický strukturou své činnosti, typem podniku, fází vývoje aj., proto je velmi obtížné nalézt srovnatelný podnik.

Hodnotu firmy lze touto metodou obecně stanovit následovně

$$H_p = \text{multiplikátor}_{\text{srovnatelná firma}} \cdot \text{ukazatel}_{\text{oceňovaná firma}}. \quad (2.35)$$

2.5.4 Kombinované metody

U kombinovaných metod je hodnota podniku založena na průměru hodnot propočítaných dle výše uvedených metod. Obecně lze výpočet určit jako vážený aritmetický průměr

$$H_p = \sum_i w_i \cdot V_i, \quad (2.36)$$

kde H_p – hodnota podniku,

w_i – váhy přiřazené jednotlivým metodám,

V_i – hodnota propočtená dle jednotlivých metod, přitom $w_i \in [0;1]$ a $\sum_i w_i = 1$.

Často se používá aplikace kombinace výnosového a substančního ocenění, protože je tak zohledňována výnosová i majetková stránka podniku.

2.6 Metoda ocenění – Ekonomická přidaná hodnota (EVA)

Economic value added neboli ekonomická přidaná hodnota je čistý výnos z provozní činnosti podniku snížený o náklady kapitálu. Ukazatel EVA se může stanovit pomocí vzorce hodnotového rozpětí nebo pomocí vzorce nákladů na kapitál.

Pomocí vzorce hodnotového rozpětí má ukazatel EVA tvar

$$EVA_t = \left(\frac{NOPAT_t}{NOA_{t-1}} - WACC_t \right) \cdot NOA_{t-1}, \quad (2.7)$$

kde $NOPAT_t$ – operační výsledek hospodaření po zdanění v roce t ,

NOA_{t-1} – čistá operační aktiva ke konci předchozího roku, tj. k počátku roku t ,

$WACC_t$ – průměrné vážené náklady kapitálu v roce t .

Pomocí vzorce nákladů na kapitál má ukazatel EVA tvar

$$EVA_t = NOPAT_t - NOA_{t-1} \cdot WACC_t. \quad (2.38)$$

NOPAT – operační výsledek hospodaření

Operační výsledek hospodaření (NOPAT) je takový výsledek hospodaření, od kterého jsou odečteny upravené daně. Mezi charakteristiky upravených daní patří:

- vyloučení vlivu neprovozních nákladů a výnosů,
- výpočet daně za předpokladu, že by byl podnik financován jen vlastním kapitálem,
- vyloučení latentních daní, pokud jsou účtovány.

Před výpočtem NOPAT se musíme rozhodnout, z jakého výsledku hospodaření jej budeme počítat. Jsou možné dvě varianty: výsledek hospodaření z běžné činnosti nebo provozní výsledek hospodaření. Jestliže se rozhodneme pro výsledek hospodaření z běžné činnosti, postup bude následující. Na výsledku hospodaření budou provedeny tyto změny:

1. Z finančních nákladů vyloučíme placené úroky, a to včetně implicitních úroků obsažených v leasingových splátkách.
2. Z výsledku hospodaření vyloučíme mimořádné položky:
 - výběrem hospodářského výsledku z běžné činnosti jsme již vyloučili mimořádné náklady a výnosy, z kterých je tvořen mimořádný výsledek hospodaření,
 - dále vyloučíme mimořádné položky v běžných nákladech a výnosech, které se svou výší nebudou opakovat. Může se např. jednat o náklady na restrukturalizaci, prodej dlouhodobého majetku nebo mimořádné odpisy majetku.

3. Do výsledku hospodaření by se měl započítat vliv změn vlastního kapitálu, které se projeví při výpočtu NOA:
 - odečíst náklady na výzkum a vývoj a nahradit je odhadem odpisů aktivovaných nákladů,
 - upravit odpisy podle toho, jak je v rozvaze vykazován goodwill,
 - vyloučit tvorbu a čerpání tichých rezerv, pokud ovlivnily výsledek hospodaření,
 - započítat zvýšení nebo snížení opravných položek na zásoby a pohledávky.
4. Výnosy z provozně nepotřebných aktiv by se měly z výsledku hospodaření odečíst.

Po úpravě výsledku hospodaření je třeba upravit daň, neboli daňovou sazbu. Jestliže splatnou daň vydělíme účetním výsledkem hospodaření, získáme daňovou sazbu, která se výrazně liší od daňové sazby stanovené zákonem. Zákonné daňové sazby se totiž vztahují k daňovému základu nikoli k účetnímu výsledku hospodaření. Takto vypočtenou daňovou sazbu vynásobíme NOPAT a zjistíme tzv. upravenou daň. Dalším způsobem je úprava splatné daně, která je o něco pracnější. Splatnou daň snížíme nebo zvýšíme o daňovou povinnost z výnosů a daňové úspory z nákladů.

Pokud se rozhodneme použít pro výpočet NOPAT provozní výsledek hospodaření (EBIT), provedeme stejné úpravy jen s jednou změnou. Nepřičteme k výši EBITu hodnotu nákladových úroků, ale finanční výnosy z finančního majetku zahrnutého do NOA.

NOA – operační aktiva

Při výpočtu NOA se vychází z rozvahy. Nejčastější úpravy rozvahy se řídí následujícím postupem:

- z celkových aktiv je třeba vydělit neoperační aktiva,
- aktiva je potřebné snížit o neúročený kapitál, aby nedocházelo k problémům s zjišťováním nákladů na tento kapitál při určování diskontní míry,
- vyloučení mimořádných položek
- cenu účetních aktiv je třeba převést na skutečnou cenu aktiv.

Mezi nejčastěji provozně nepotřebná aktiva (neoperační aktiva) patří krátkodobý finanční majetek, dlouhodobý finanční majetek a ostatní provozně nepotřebná aktiva. Do ostatních provozně nepotřebných aktiv řadíme:

- nemovitosti, které neslouží základnímu účelu podniku,

- pohledávky nesouvisející s hlavní činností podniku,
- majetek provozně málo využitelný (nepotřebné zásoby, nedobytné, ale dosud vykazované pohledávky apod.),
- majetek, který svou povahou patří mezi potřebný, ale podnik jím disponuje v nadbytečném množství.

2.6.1 Základní metody EVA

Jestliže se rozhodneme použít metodu EVA pro ocenění podniku, máme na výběr ze tří základních metod, a to metody Entity, metody Equity a metody APV.

EVA Entity

Při výpočtu hodnoty podniku pomocí metody EVA Entity zjišťujeme hodnotu vlastního kapitálu, kdy diskontním faktorem jsou průměrné vážené náklady kapitálu.

Vzorec pro výpočet hodnoty podniku pomocí metody EVA Entity má tvar

$$H_p = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \left(\frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} \right) + \frac{EVA_{T+1}}{WACC \cdot (1+WACC)^T} - CK_0 + A_0, \quad (2.39)$$

kde EVA_t – ukazatel ekonomické přidané hodnoty v roce t ,

NOA_0 – čistá operační aktiva k datu ocenění,

T – počet let explicitně plánovaných EVA,

$WACC$ – průměrné vážené náklady kapitálu,

CK_0 – hodnota úročeného kapitálu cizího kapitálu k datu ocenění,

A_0 – neoperační aktiva k datu ocenění.

Metoda EVA Entity je vhodná pro ocenění jednotlivých divizí, protože je obtížné alokovat konkrétní úvěry na jednotlivé divize.

EVA Equity

U metody EVA Equity budeme do výpočtu zahrnovat veličiny týkající se pouze vlastníku. Diskontním faktorem u této metody jsou náklady vlastního kapitálu.

Čistá operativní aktiva musíme přetransformovat na tvar

$$NOA - CK = VK. \quad (2.40)$$

Z NOPAT je nutné vyjádřit pouze tu část zisku, která zůstane vlastníkům. Tato část zisku se spočítá jako

$$(NOPBT - \text{úroky}) \cdot (1 - d) = EAT, \quad (2.41)$$

kde NOPBT – Net operating profit before tax (provozní výsledek hospodaření před zdaněním),

d – sazba daně z příjmu.

Vzorec pro výpočet hodnoty podniku pomocí metody EVA Equity má tvar

$$H_p = VK_0 + \left(\sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{(1 + R_E)^t} \right) + \frac{EVA_{T+1}}{R_E \cdot (1 + R_E)^T} + A_0, \quad (2.42)$$

kde VK_0 – hodnota vlastního kapitálu k datu ocenění počítána jako $NOA_0 - CK_0$,

R_E – náklady vlastního kapitálu.

EVA APV

Metoda APV je zvláštní tím, že používá dva diskontní faktory – náklady vlastního kapitálu při nulovém zadlužení podniku ($R_{E(n)}$) a náklady cizího kapitálu (R_D).

Vzorec pro výpočet hodnoty podniku pomocí metody EVA APV má tvar

$$H_p = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{(1 + R_{E(n)})^t} + \frac{EVA_{T+1}}{R_{E(n)} \cdot (1 + R_{E(n)})^T} + \sum_{t=1}^T \frac{R_D \cdot CK_{t-1} \cdot d}{(1 + R_D)^t} + \frac{R_D \cdot CK_T \cdot d}{R_D \cdot (1 + R_D)^T} - CK_0 + A_0, \quad (2.43)$$

kde $R_{E(n)}$ – náklady vlastního kapitálu při nulovém zatížení,

d – sazba daně z příjmu,

CK – cizí kapitál.

2.6.2 Zhodnocení metody EVA pro ocenění podniku

V porovnání s metodou DCF ocenění pomocí metody EVA by mělo poskytnout stejné výsledky. Znamená to, že metodu EVA lze považovat za stejně významnou jako metodu DCF, i když v praxi se metoda EVA teprve začíná prosazovat. Výhodou metody EVA je, že ukazuje rozložení hodnoty podniku na hodnotu čistých operativních aktiv (NOA) a hodnotu tržní přidané hodnoty (MVA). Toto rozložení hodnoty vypovídá o tom, jaká část zjištěné hodnoty podniku existuje již k datu ocenění v hodnotě aktiv (NOA) a jaká část hodnoty teprve vznikne v budoucnosti (MVA).

3 CHARAKTERISTIKA A FINANČNÍ ANALÝZA PODNIKU

Dříve, než bude provedeno ocenění podniku, musí být známo postavení firmy na trhu, k čemuž slouží strategická analýza, a finanční zdraví podniku, jehož určení je cílem finanční analýzy.

3.1 Charakteristika podniku

Historie firmy Model

Společnost Model je soukromým podnikem se sídlem ve Weinfeldenu ve Švýcarsku. Louis Model, který položil základy skupiny Model, se narodil roku 1847. Učil se nástrojářem u svého příbuzného v Plochingenu. Jeho otec, který byl původně vinař, začal pracovat v továrně Schäuffele v Heilbronn, kde se ručně vyráběla lepenka. Svá učňovská a tovaryšská léta strávil Louis Model v oblasti Ermatingen, a protože si toto prostředí velmi oblíbil, požádal, aby byl informován, jakmile se zde uvolní k prodeji provozovna s vodní elektrárnou. 29. května 1882 zakoupil Louis Model v Ermatingenu mlýn. Zde vyráběl ruční lepenku, k čemuž používal převážně starý papír. V podniku pracovalo kromě hrstky zaměstnanců i všech sedm dětí Louise Modela a jeho manželka, která měla na starosti poslední výrobní operaci – hlazení lepenky. Drožka pak rozvážela výrobky vazačům knih a výrobcům krabic ve východním Švýcarsku.

První velká zakázka byla na 20 000 krabic na boty, kterou zadala firma Henke Shoe Factory z města Stein am Thein. Touto dobou již ve firmě pracuje Otto Model. V roce 1927 si vzal za ženu Els Schöffelerovou, která se později postavila do čela podniku. V roce 1929 Louis Model zemřel, mladý pár vykoupil podíly Ottových bratrů a sester a manželé se ujali vedení firmy. Krach na newyorské burze znamenal počátek světové ekonomické krize třicátých let. Prostory budovy v Ermatingenu brzy přestaly rostoucímu podniku stačit. Společnost Otto Model proto společně s firmou Meyerhans Mühle, která sídlila ve stejné budově, zakoupila kompletní majetek - zásoby a vybavení nevyjímaje - bývalé tkalcovny Bühler & Co. ve Weinfeldenu. Nově získaná budova se stala sídlem společnosti Model AG. Aby pro svůj závod zajistil energii, nakoupil Otto Model polovinu akcií Turského jezu. Společnost navzdory světové ekonomické krizi stále vzkvétala. Nejvíce objednávek přicházelo z potravinářského a obuvnického průmyslu. Firma kromě běžné ručně vyráběné lepenky v této době vyvinula zvláštní druhy papírů, pro jejichž výrobu používala rozvlákněné kožené odřezky a celulózu. A opět to byl obuvnický průmysl, kde tyto výrobky našly

uplatnění. Prodej neustále rostl a s ním i potřeba strojové výroby lepenky. Firma Model začala uvažovat o zakoupení stroje na výrobu lepenky a v roce 1939 tento krok podnikla. Ve stejné době vybavuje svůj závod automatickou tiskárnou a vysekávacím strojem pro výrobu malých krabic, čímž se otevírá zcela nový trh.

Roku 1940 Otto Model umírá při odstřelu na Thurském jezu a jeho žena Els přebírá vedení firmy, kterou zná lépe než kdokoli jiný. Kvůli rozsáhlým investicím v předválečném období nemá firma peněz nazbyt. Mnoho klíčových zaměstnanců bylo povoláno do vojenské služby a co víc, němečtí papírníci jsou nuceni opustit Švýcarsko. Aby pokryla své nároky na uhlí a energii, opatřuje si společnost elektrickou pec a parní motor. Během války je zřízeno samostatné oddělení vyrábějící pro armádu lakované krabice na munici opatřené látkovými úchyty a uzávěry. I přes nelehké podmínky se firmě během válečných let podařilo upevnit svou pozici. Společnost dala najevo, že není lhostejná k sociálním otázkám, když založila dělnický výbor (WORKERS COMMISSION) a začala podporovat hromadné pojištění coby předchůdce penzijního fondu. V roce 1945 se Els Modelová provdala za Henriho Müllera a Otto Model & Co. byla přetvořena na akciovou společnost s názvem Model AG, Karton- und Kartonagefabrik.

S rostoucím objemem exportu a prvními samoobsluhami vzrůstá poptávka po obalech. Začíná se však nebezpečně uplatňovat konkurenční materiál - vlnitá lepenka. Společnost se tedy rozhodla podruhé rozšířit své prostory a v roce 1952 přibývá nová tovární budova. Brzy se však ani s její pomocí nedaří poptávku pokrýt. Trh s vlnitými lepenkami nezadržitelně rostl, což Model AG přimělo spustit vlastní výrobu tohoto materiálu. Firma se navíc rozhodla, že papír bude nakupovat pouze z jednoho zdroje. V roce 1961 je spuštěn papírenský stroj, o dva roky později se pak rozrůstá o závod vyrábějící obaly z vlnitých lepenek. Na jedné straně bylo možno vyrábět papír stejně široký, jako byla potřeba zpracovatelských strojů, a na druhé straně firma dosáhla toho, že se stala lídrem na švýcarském trhu. V této době získává Model své firemní logo. Kvůli ropné krizi v sedmdesátých letech je společnost nucena zavést zkrácenou pracovní dobu, propouštět dělníky a podporovat předčasné odchody do důchodu u ostatních zaměstnanců.

Jelikož jsou možnosti expanze v oboru velmi omezené, začíná společnost v roce 1975 podnikat v příbuzných oblastech, jako jsou například ofsetový tisk obalů či recyklace. Je založena Recufibra zabývající se zužitkováním a recyklací odpadu a firma Poly Recycling, která recykluje plastový odpad a starý olej. V průběhu následujících let přibýly další recyklační společnosti, tentokrát v Dánsku a Švédsku. Pomalu, ale jistě začala společnost, která tradičně působila pouze ve východním Švýcarsku, expandovat na západ. V roce 1973 je

podepsána smlouva s firmou Bouquet und Baumgartner z Flamattu. O mnoho let později je tato společnost přejmenována na Model InoPac. Roku 1987 kupuje Model AG společnost Piaget, čímž se Modelu otevírá zcela nevyužitý obchodní kanál, kterým je prodej obalů v malých a standardizovaných množstvích. Výrobky, jejichž prodej od té doby velmi vzrostl, jsou dnes prodávány pod značkou Pack Shop.

Důležitým krokem v procesu diverzifikace společnosti Model bylo zakoupení závodu na výrobu smirkových kotoučů Schweizerische Schmirgelscheibenfabrik ve Winterthuru (odprodána v roce 1991) a firmy Dischler Packungen AG v Au (kanton St.Gallen) zabývající se tiskem a zpracováním hladkých lepenek. Dnes již pod názvem Model PrimePac AG stále vyrábí obaly pro exkluzivní zboží, zvláště pak pro výrobky z čokolády a cukrářský průmysl. Roku 1985 se Modelu podařilo získat Schelling Emballages v Moudonu, čímž se společnosti jednak otevřel trh ve francouzské části Švýcarska a jednak byla posílena výroba vlnitých lepenek.

V roce 1991 se otevřely nové možnosti ve střední Evropě. Jako první zakoupil Model v této oblasti závod na výrobu vlnitých lepenek a obalů s ofsetovým potiskem, který dnes nese název Model Obaly a. s. Ve střední Evropě získala společnost nejdříve závod v Opavě a později v Polsku. V roce 1995 zakoupili Martin Model a Daniel Model, představitelé již čtvrté generace rodiny Model od založení podniku, většinu akcií Model Holding AG. Daniel Model se pak ujal operativního vedení skupiny. Společnost se i nadále zaměřuje na podnikání v oblasti obalů a na mezinárodní expanzi.

V roce 1996 je v Nymburku uveden do provozu další závod na výrobu vlnitých lepenek. Roku 1997 je dokončeno připojení ekologického parovodu. V Romanelu se na jednom místě nachází jak závod na výrobu obalů z hladkých lepenek, tak závod na výrobu standardních obalů. Dochází ke spojení těchto podniků, jejichž jména jsou Triprint Cartonages a Dischler. Pack Shop a Piaget jsou také sloučeny. V roce 1998, kdy byl uveden ve Weinfeldenu do provozu nový zvlňovací stroj, byl v polském Biłgoraji otevřen nový závod pod názvem Model Opakowania Sp. z o.o. Zpočátku byl provoz zaměřen pouze na zpracovávání vlnitých lepenek, později však byl rozšířen také o její výrobu. V roce 1999 získal Model většinový podíl v MB Karton spol. s r. o., společnosti z Moravských Budějovic zpracovávající vlnité lepenky. Postupně Model vykoupil i zbylé podíly. Recyklační činnost je oddělena a jejich řízení se ujímá Martin Model. V následujících letech je dodržována jednotná tržní politika. Názvy dceřiných společností jsou pozměněny tak, aby jména všech členů skupiny začínala slovem Model.

V roce 2000 je odkoupen přední výrobce skládaček Kramp & Co. GmbH a již pod názvem Model Kramp GmbH je přesunut z Offenbachu do Hanau. V roce 2001 získal Model většinový podíl v závodu na výrobu vlnitých lepenek Lovinčić v chorvatském Záhřebu. Tento podnik byl později přejmenován na Model Pakiranja d.d. Model Emballages SA kupuje ženevskou firmu Cartonages Angelloni, která je následně přejmenována na Pack Shop Romandie SA. Další Pack Shop vzniká po odkoupení rakouské společnosti Ebner Verpackungs- und Folientechnik Gesellschaft m.b.H. sídlící v Linci. V roce 2002 uskutečňuje Model další koupi. Tentokrát se jedná o Tek-Pak Sp. z.o.o., polského výrobce vlnitých lepenek z města Czosnów nedaleko Varšavy. V Záhřebu je otevřen Pack Shop. V průběhu roku 2003 rozšiřuje Model nejen síť Pack Shopů a výrobu vlnitých lepenek, ale sílí také v oblasti skládaček díky zakoupení firmy Cofinec Bohemia a. s., českého výrobce skládaček v Hostinném. Dnes se tento podnik jmenuje Model Obaly Hostinné.

Historie závodu Opava, vlnitá lepenka

Základ pro vznik opavského závodu daly tři samostatné provozovny zpracovávající papír. Tyto byly založeny na počátku 20. století. Jednalo se o provozovnu bratří Milačků na Holasické ulici, která se zabývala výrobou obálek, kazet a dopisnicových papírů, výrobou vlnité lepenky, kartonáže a výrobou sáčků. Pracovalo zde asi 50 dělníků. Druhou provozovnou byla firma A. Wittek na Ratibořské ulici, která byla později přemístěna do bývalé Slezské Grafie na Nádražním okruhu. Zaměstnávala asi 40 dělníků ve speciální tiskárenské výrobě zaměřené na časopisy a brožury. Třetí provozovnou byla firma P. Weishuhn na Krnovské ulici, která zaměstnávala asi 30 dělníků při výrobě sáčků a papírových pytlů.

Na činnost těchto soukromých provozoven navázala po znárodnění v roce 1945 výroba papírových a lepenkových obalů v ustaveném národním podniku Slezských papíren Opava, který v roce 1948 přešel pod správu Moravskoslezských papíren n.p. Olomouc. Při reorganizaci tohoto podniku v roce 1949 byl opavský závod začleněn do nově ustanoveného národního podniku Žimrovických papíren Žimrovice. Pestrost vyráběného sortimentu byla pozoruhodná - sáčky, pytle, krychle, nákupní tašky, kartonáž hrubá, přířezy, potahovaná kartonáž, skládačky s tiskem a dvouvrstvá vlnitá lepenka. Tehdy pracovalo v závodě kolem 140 pracovníků a finanční objem výroby činil ročně 12 mil. Kčs.

V letech 1952-1953 byly zastaralé provozy zrušeny a veškerá výroba byla soustředěna do dvou provozoven na Nádražním okruhu a Holasické ulici. V roce 1958 byl závod začleněn do Vratimovských papíren n.p., Vratimov. V následujících letech nastal proces intenzifikace

výroby skládaček s tiskem. Těžiště vyráběné produkce se přesouvá do provozu na Holasické ulici, kam se v roce 1959 přemísťuje i ředitelství závodu z Nádražního okruhu. Knihtisk je nahrazen ofsetovými stroji, závod je vybaven moderními stroji pro vysekávací, razicí a lepicí techniku. Vyvrcholením této etapy rozvoje závodu se stalo zavedení dvou nových technologií v letech 1968-69, které závod uplatnil jako první v tehdejší ČSSR. Jednalo se o výrobu skládaček s hliníkovou a reliéfní ražbou a skládaček z potištěných archů kaširovaných vlnitou lepenkou.

V období po roce 1964 se začal v ČSSR projevovat velký nedostatek obalů z vlnitých lepenek. Proto bylo rozhodnuto o výstavbě nové výrobní kapacity na výrobu vlnitých lepenek a kartonáže v množství 40 500 tun ročně. Pro výstavbu nové kapacity byla vybrána oblast města Opavy v lokalitě při vstupu do města ve směru od Ostravy. Situování výrobní kapacity do Severomoravského kraje vyplynulo ze skutečnosti, že v tomto kraji byla třetí nejvyšší spotřeba vlnité lepenky a kartonáže v ČR. Pro vhodnost umístění výrobní kapacity v opavském závodě pak hovořila možnost zřízení vlastní železniční vlečky s přímým napojením na ČSD a dosahované výsledky ve výrobě obalové techniky. Vlastní přípravné práce byly zahájeny v roce 1969, stavební práce byly započaty na jaře 1975 přípravou území a vybudováním inženýrských sítí.

Obr. 3.1 Závod Vlnitá lepenka, Opava - pohled ze směru firmy Ostroj (z roku 1965)



Zdroj Archiv Model Obaly a.s.

Na jaře 1977 začala montáž skeletu hlavní výrobní haly. Montáž haly byla dokončena na jaře 1978 a již v květnu započala montáž prvního strojního zařízení - zvlňovacího stroje AG-2S-5 sovětské výroby. Zahájením výroby vlnité lepenky v provozu II na Těšínské ulici 20. října 1978 nastává nový mezník v historii závodu. Výstavbou nových výrobních kapacit se

zásadně změnil předchozí charakter výroby závodu. Při dvojnásobném zvýšení počtu pracovníků se výroba zvýšila na čtyřnásobek. V témže roce byla ukončena výroba v menších a již nerentabilních provozovnách na Nádražním okruhu a v Kylešovicích na prachovníku. V objektech na Nádražním okruhu bylo později zřízeno středisko praktické výuky pro odbornou přípravu učňů oboru zpracovatel papíru. Zaměstnanci ze zrušených provozoven byli převedeni do nové výrobní kapacity na Těšínské ulici. Do nové správní budovy bylo rovněž přemístěno ředitelství závodu sídlící do té doby v provozovně na Holasické ulici.

Obr. 3.2 Závod Vlnitá lepenka, Opava - současnost



Zdroj Archiv Model Obaly a.s.

Projektované kapacity 40.500 tun bylo dosaženo po úpravách strojního zařízení v roce 1982. Závod byl od roku 1981 začleněn do Olšanských papíren n.p., protože došlo k delimitaci n.p. Vratimovské papírny v souvislosti s výstavbou nového kombinátu Severomoravské celulóžky n.p. Paskov. Zařadil se mezi nejvýznamnější výrobce lepenkových obalů v ČSSR.

3.2 Strategická analýza

V rámci strategické analýzy bude provedena analýza makroprostředí, prostřednictvím které je na podnik nahlíženo z vnějšího prostředí, a analýza mikroprostředí, která řeší postavení podniku v rámci odvětví. Celkovým výstupem strategické analýzy je SWOT analýza, která identifikuje silné a slabé stránky firmy, příležitosti a hrozby.

3.2.1 Analýza makroprostředí

V rámci analýzy makroprostředí byly zkoumány vlivy vývoje HDP, fiskální politiky státu, úrokových sazeb a inflace na zkoumaný podnik.

Vliv HDP

V roce 2006 dosáhl hrubý domácí produkt výše 3 215,6 mld. Kč. V porovnání s rokem 2005 HDP porostl o 6,4 %. Tento pozitivní trend růstu HDP se promítl do růstu tržeb dané společnosti. Tržby v roce 2006 totiž vzrostly o 5,2 mil. Kč. V roce 2007 došlo opět k růstu HDP o 6,5% a tento růst se rovněž promítl v růstu tržeb dané společnosti. V roce 2008 došlo k menšímu růstu HDP (3,1%) v porovnání s rokem 2007. Tržby však v roce 2008 poklesly o 148985 tis. Kč. Lze konstatovat, že existuje trendová závislost (korelace) mezi HDP a tržbami závodu MOO VL. Hodnoty těchto ukazatelů jsou uvedeny v Tab. 3.1.

Tab. 3.1 Vývoj HDP ČR a tržeb MOO VL

Veličina	2005	2006	2007	2008
HDP v běžných cenách (v mld. Kč)	2 982 193	3 218 655	3 533 615	3 705 693
Meziroční přírůstek HDP [%]	6	7,9	9,8	4,9
Tržby MOO VL (v tis. Kč)	1 182 155	1 187 355	1 303 647	1 154 662

Vliv fiskální politiky státu

Fiskální politika státu ovlivňuje podnik ve dvou základních směrech, a to v rámci daně z příjmu právnických osob a daně z příjmu fyzických osob. V období 2005-2008 sazba daně z příjmů PO klesala, což vytvářelo příznivou situaci při vytváření zisku po zdanění. Tento pozitivní trend se promítl do růstu disponibilního zisku dané společnosti a růstu investic. V roce 2008 došlo k růstu disponibilního zisku dané společnosti, protože upravená daňová sazba, kterou firma zdaňuje zisk, se nerovná daňové sazbě dané daňovými zákony ČR. V daném závodu dochází k úpravě daňové sazby v souladu s metodikou švýcarské mateřské společnosti Model Holding. Princip je následující. Jestliže daň spočtená dle CAS se započtením odložené daně, připočitatelných a odpočitatelných položek a upravená dle metodiky švýcarských účetních standardů je nižší než aktuálně platná daň v ČR dle zákona o DPPO, použije se tato nižší sazba. V opačném případě, pokud upravená daňová sazba vychází vyšší než aktuálně platná, použije se právě aktuálně platná sazba daně. U daně z příjmů FO ve sledovaném období docházelo k mírným parametrickým úpravám ve prospěch snížení daňové povinnosti (např. společné zdanění manželů), což vedlo ke zvyšování disponibilního důchodu obyvatelstva a tedy k růstu spotřeby. Hodnoty zmíněných veličin jsou uvedeny v Tab. 3.2.

Tab. 3.2 Vliv fiskální politiky státu

Veličina	2005	2006	2007	2008
Sazba daně z příjmu PO	26	24	24	21
Daňová sazba MOO VL (%)	21,7	24,0	16,1	21,0
NOPAT MOO VL (tis. Kč)	142 976	96 678	163 401	172 105

Vliv úrokových sazeb

Všechny tři úrokové sazby (2T repo, diskontní a lombardní), za které ČNB půjčuje peněžní prostředky obchodním bankám, mírně rostly až do roku 2007. Tento mírný víceletý růst se promítá do „zdražování“ peněz jak pro podniky, tak pro spotřebitele, což může přibrzdit výkonnost ekonomiky. Tento ukazatel nemá vliv na sledovaný závod, protože svou podnikatelskou činnost financuje pouze z vlastních zdrojů. Hodnoty zmíněných úrokových sazeb jsou uvedeny v Tab. 3.3.

Tab. 3.3 Vývoj úrokových sazeb ČNB (%)

Veličina	2005	2006	2007	2008
2T repo sazba	2,00	2,50	3,50	2,25
Diskontní sazba	1,00	1,50	2,50	1,25
Lombardní sazba	3,00	3,50	4,50	3,25
PMR	2,00	2,00	2,00	2,00

Vliv inflace

Vliv inflace jako jednoho ze základních makroekonomických indikátorů nemusí být jednoznačný ve svých dopadech na ekonomické veličiny podniku, především na ceny vstupů a výstupů podniku. Je to dáno tím, že hodnota inflace v sobě zahrnuje meziroční vývoj velkého počtu vybraných položek zboží a služeb. Celková tendence a intenzita změny všeobecné hladiny cen, tj. inflace, se nemusí shodovat s cenovou změnou struktury položek vstupů a výstupů v podniku, jak dokazují údaje v Tab. 3.4.

Tab. 3.4 Vývoj míry inflace ČR a průměrné ceny MOO VL

Veličina	2005	2006	2007	2008
Míra inflace (%)	1,9	2,5	2,8	6,3
Průměrná cena MOO VL (Kč/m ²)	11,06	10,72	11,61	12,09
Růst ceny MOO VL (%)	-	-3,1	8,3	4,1

3.2.2 Analýza mikroprostředí

V rámci analýzy mikroprostředí byly identifikovány charakteristické znaky odvětví a prognóza vývoje trhu.

Charakteristické znaky odvětví

Podnik Model Obaly, a.s. patří do odvětví papírenského průmyslu - Výroba vlákniny, papíru a výrobků z papíru - OKEČ 21. Toto odvětví se dále dělí na:

- 21.1 Výroba vlákniny, papíru a lepenky.
- 21.2 Výroba výrobků z papíru a lepenky.

Model Obaly a.s. patří do skupiny 21.2 Výroba výrobků z papíru a lepenky. Vývoj tohoto odvětví nereaguje na změny hospodářského cyklu, proto se jedná o odvětví neutrální. Porovnání vývoje HDP a tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb v běžných cenách je uvedeno v Tab. 3.5.

Tab. 3.5 Vývoj tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb odvětví

Veličina	2004	2005	2006	2007
OKEČ 21.1	25838,0	23412,7	23755,6	25970,5
OKEČ 21.2	25605,2	27089,3	27720,1	30692,3
OKEČ 21	51443,2	50502,0	51475,7	56662,8
Meziroční index	x	98,2	101,9	110,1

Zdroj: www.mkpo.cz (Zpráva polygrafického průmyslu, příloha 16.)

Další charakteristický znak papírenského průmyslu je ten, že se jedná o odvětví, které není regulováno státem ani prostřednictvím cen, ani udělováním licencí. Posledním důležitým znakem odvětví je jeho struktura, na kterou působí čtyři dynamické konkurenční faktory, ke kterým patří:

- vstup nových konkurentů,
- hrozba nových výrobků nebo služeb,
- dohadovací schopnost kupujících,
- soupeření mezi existujícími konkurenty.

Prognóza vývoje odvětví

Prognózy vývoje odvětví papírenského průmyslu nejsou příliš optimistické. Dosavadní výsledky za období leden až září roku 2008 ukazují, že tržby odvětví klesly proti stejnému období roku 2007 v běžných cenách o 0,5 procentního bodu a počet pracovníků se mírně

zvýšil. V posledním čtvrtletí roku 2008 můžeme očekávat další propad, protože výrobci s ohledem na krizi ve zpracovatelském průmyslu a nižší poptávku prakticky přestali odebírat starý papír. Na základě toho lze předpokládat, usuzovat, že pokles výroby bude pokračovat i v roce 2009.

3.2.3 SWOT analýza

V rámci SWOT analýzy byla provedena analýza silných a slabých stránek, příležitostí a hrozeb. Výsledky SWOT analýzy jsou uvedeny v Tab. 3.6.

Tab. 3.6 SWOT analýza MOO VL

Silné stránky (strengths)	Slabé stránky (weaknesses)
<ul style="list-style-type: none"> - Dlouhodobé působení firmy v oboru (127 let), know how. - Kapitálově silný zahraniční vlastník. - Dobrá pověst firmy u veřejnosti. - Pracovníci s vysokým odborným know how, přitom loajální a motivovaní zaměstnanci. - Kreativní a výkonný management. - Jednoduchá plochá organizační struktura umožňující pružné řešení problému. - Výhodná geografická poloha závodu. - Centrální umístění závodu logisticky výhodné pro odbyt v Evropě. - Výroba orientována pro široký okruh zákazníků (menší závislost na hospodářském cyklu). - Velmi dobré technologické vybavení. 	<ul style="list-style-type: none"> - Setrvávání na geograficky omezeném prostoru Střední Evropy z pohledu výrobních aktivit. - Příliš umírněná pozice ve financování podniku (spoléhání na vlastní zdroje). - Příliš velký vliv transportních nákladů na cenu produktu (objemné zboží s malou vytižeností) - Výrobky nejsou určeny přímo pro konečného spotřebitele (byť se spotřebitelé s výrobky běžně setkávají), tedy není veřejnosti známé logo firmy, z čehož vyplývá i obtížnost při marketingové prezentaci.
Příležitosti (opportunities)	Hrozby (threats)
<ul style="list-style-type: none"> - Prohlubování procesu vytváření vzájemně výhodných vztahů se zákazníky i dodavateli. - Top servis – komplexnost prodeje směrem k zákazníkovi. - Možnost získávání kreativních mladých pracovníků díky otevřenosti firmy pro působení studentů různých vysokých škol (stáže, praxe apod.). - Rozšiřování trhu mimo Evropu. - Čerpání prostředků z fondů EU. - Využití nových technologií. - Dynamizace vlastního vývoje. - Využití příznivého vývoje kurzu EUR/Kč. - Větší angažovanost v oblasti ochrany životního prostředí, tedy nepřímá podpora vlastních výrobků. 	<ul style="list-style-type: none"> - Nové obalové materiály z umělých hmot vytlačující klasické kartónové obaly. - Konkurenční tlak spojený s globalizací. - Negativní vliv jednostranné závislosti odbytu (vysoký podíl dodávek pro jednoho zákazníka) v době recese. - Ztráta prestiže vlivem poklesu kvality výrobků. - Nezachycení vývojových trendů v oboru. - Negativní vliv nepříznivého vývoje kurzu EUR/Kč.

3.3 Finanční analýza

V této části práce jsou demonstrovány výsledky poměrových ukazatelů finanční analýzy. Podrobnější výpočty ukazatelů jsou uvedeny v Příloze č. 5.

3.3.1 Analýza rentability

Níže uvedené hodnoty ukazatelů rentability byly spočteny pomocí vzorců (2.4), (2.5) a (2.6). Výsledky ukazatelů rentability jsou zobrazeny v Tab. 3.6. Grafické zobrazení ukazatelů rentability ukazuje Obr. 3.1.

Tab. 3.6 Výsledky ukazatelů rentability (%)

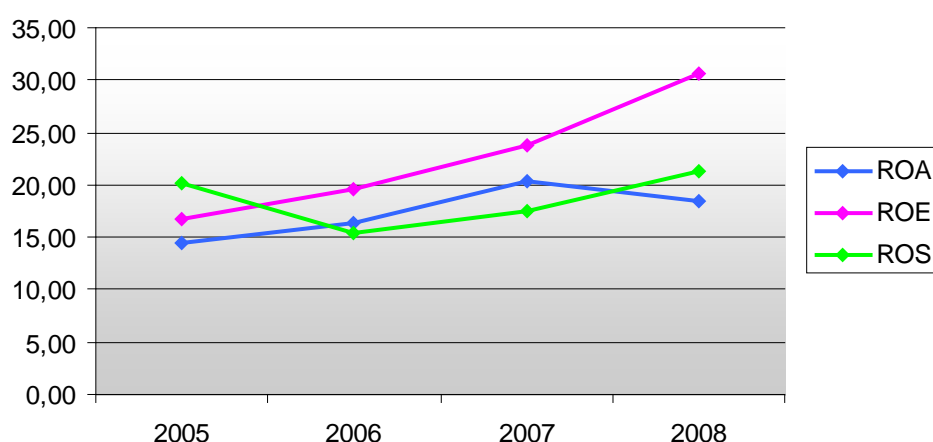
Ukazatel	2005	2006	2007	2008
ROA	12,80	8,62	15,03	17,76
ROE	14,89	10,31	17,21	29,52
ROS	20,25	15,49	17,54	21,32

Ve vzorci pro výpočet **ukazatele rentability aktiv** se počítá s veličinou čistý zisk. V případě závodu MOO VL je místo čistého zisku brán NOPAT, který firma používá jako ukazatel čistého zisku. V roce 2005 nabýval ukazatel ROA 12,8 %, což znamená, že každá koruna aktiv nebo majetku firmy přinášela efekt ve výši 0,128 Kč. V roce 2006 došlo k poklesu ROA na hodnotu 8,62% v důsledku snížení EBITu. Příčiny poklesu EBITu jsou dvě: nižší průměrná cena a nárůst materiálových nákladů. Nižší průměrná cena znamenala pro firmu nižší toky o 78 mil. a meziroční pokles brutto marže o 5%. Nárůst metrových nákladů o 51 mil Kč v roce 2006 začal prudký vzestup cen papíru, který trval až do 3 kvartálu 2007, pak následovala stagnace a od roku 2008 pokles až na úroveň počátku roku 2006. Nepodařilo se ceny papíru dostat do prodejních cen. Od roku 2007 už ukazatel ROA rostl.

Ukazatel rentability vlastního kapitálu ROE vyjadřuje míru zhodnocení kapitálu, který byl vložen vlastníky. Ukazatel ROE vykazoval ve sledovaném období proměnlivou tendenci. V roce 2006 došlo k poklesu ROE na úroveň 10,3% v důsledku snížení EBITu a poklesu vlastního kapitálu. V roce 2007 byl zaznamenán opět růst ROE na hodnotu 17,21%. Položky NOPAT a vlastní kapitál, které mají na tento ukazatel vliv, rostly v roce 2007 každá jiným tempem. NOPAT rostl rychleji (↑ o 69%) než vlastní kapitál (↑ o 1,2%). Také v roce 2008 ukazatel ROE rostl v porovnání s rokem 2007, protože došlo ke zvýšení NOPAT a snížení VK. Ve všech čtyřech letech byla splněna podmínka úspěšnosti fungování firmy, kterou lze vyjádřit vztahem $ROE > ROA$.

Hodnota ukazatele rentability tržeb (ROS) nám říká, jakého provozního zisku dosahuje firma z jedné koruny tržeb. Hodnota tohoto ukazatele je na velmi dobré úrovni v celém sledovaném období a to přes 15%. V roce 2006 došlo k poklesu ukazatele na hodnotu 15,49% v důsledku snížení EBITu, které bylo popsáno již u rentability aktiv. V roce 2007 už došlo k růstu ukazatele na hodnotu 17,54 %. Tento růst byl způsoben růstem EBITu i tržeb. Rovněž v roce 2008 vzrostla hodnota ukazatele ROS na 21,32%, protože EBIT v daném roce vzrostl o 7,6% a tržby poklesly o 11,4%.

Obr. 3.1 Grafické zobrazení ukazatelů rentability



3.3.2 Analýza zadluženosti

Níže uvedené hodnoty ukazatelů zadluženosti byly spočteny pomocí vzorců (2.7), (2.8) a (2.9). Výsledky ukazatelů rentability jsou zobrazeny v Tab. 3.7.

Tab. 3.7 Výsledky ukazatelů zadluženosti (%)

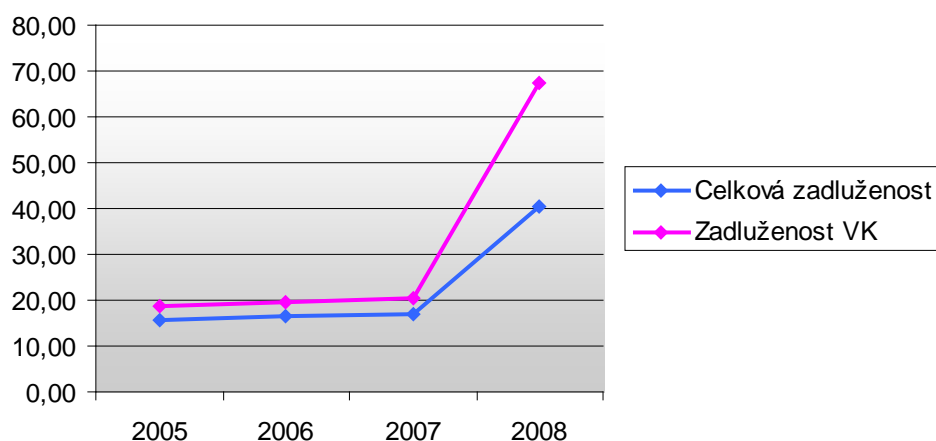
Ukazatel	2005	2006	2007	2008
Celková zadluženost	15,74	16,47	16,98	40,24
Zadluženost VK	18,68	19,71	20,46	67,34
Úrokové krytí	65,19	1896,40	22,58	172,21

Ukazatel celkové zadluženosti vykazoval v celém sledovaném období rostoucí tendence. Cizí zdroje do roku 2007 meziročně rostly v průměru o 4%. V roce 2008 však cizí zdroje vzrostly o 102%. Jednalo se o nárůst dlouhodobých závazků o 221 382 tis. Kč. Závod totiž získal úvěr z Model Holding podle podílu tržeb. Vývoj celkových aktiv byl ve sledovaném období proměnlivý. V roce 2006 došlo k poklesu aktiv o 1,4%. Důsledkem byla úprava účetní metodiky v alokaci společných nákladů, kdy došlo ke změně položek rozvahy

mezi výrobními závody v rozdělení výrobních společných nákladů. To mělo vliv i na poměrové ukazatele. V roce 2007 došlo naopak k růstu aktiv o 1,8%. V roce 2008 došlo k většímu poklesu aktiv a to o 14,68%. Velký nárůst cizích zdrojů a pokles aktiv v roce 2008 způsobil, že se celková zadluženost v roce 2008 vyšplhala až na úroveň 40,24% (alokace části úvěru Model Holding na závod MOO VL).

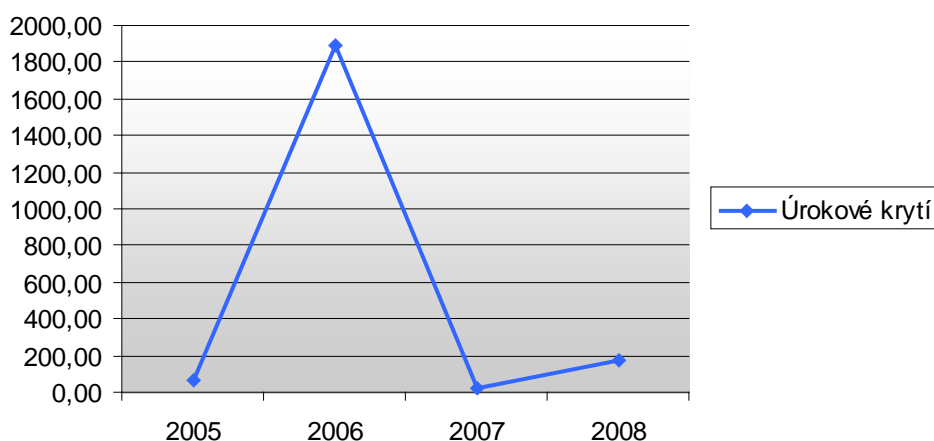
Ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu má rostoucí trend. U stabilních společností se hodnoty daného ukazatele pohybují v pásmu od 80% do 120%. Hodnocená společnost vykazuje hodnoty značně příznivější, i přes nárůst v roce 2008. To je však dáno i tím, že z důvodu změny metodiky alokace rozvahových položek byly cizí zdroje závodu MOO VL zatíženy podílem na vnitroholdingovém úvěru, který se z pohledu závodu jeví jako cizí zdroj, ale ve skutečnosti z hlediska celé skupiny Model jde o vlastní zdroje pro financování.

Obr. 3.2 Grafické zobrazení ukazatelů zadluženosti I.



Hodnoty **ukazatele úrokového krytí** se odvíjí od výše placených úroků. V roce 2006 klesly placené úroky na hodnotu 97 tis. Kč, což se projevilo v pozitivním několikanásobném nárůstu ukazatele úrokové krytí na hodnotu 1896,4. Tento pokles placených úroků byl způsoben tím, že na závod MOO VL nebyl v daném roce alokován žádný vnitropodnikový úvěr. V roce 2007 došlo k nárůstu placených úroků v důsledku alokace úvěru a tedy i nákladů s tím spojených, který se projevil ve snížení ukazatele úrokového krytí. V roce 2008 placené úroky poklesly, protože došlo ke změně metodiky rozúčtování společných nákladů. Tento pokles placených úroků měl vliv na pozitivní zvýšení úrokového krytí. Vývoj ukazatele úrokového krytí je zobrazen v samostatném grafu Obr. 3.3 kvůli jiným jednotkám.

Obr. 3.3 Grafické zobrazení ukazatelů zadluženosti II.



3.3.3 Analýza likvidity

Níže uvedené hodnoty ukazatelů likvidity byly spočteny pomocí vzorců (2.10), (2.11) a (2.12). Výsledky ukazatelů likvidity jsou zobrazeny v Tab. 3.8.

Tab. 3.8 Výsledky ukazatelů likvidity

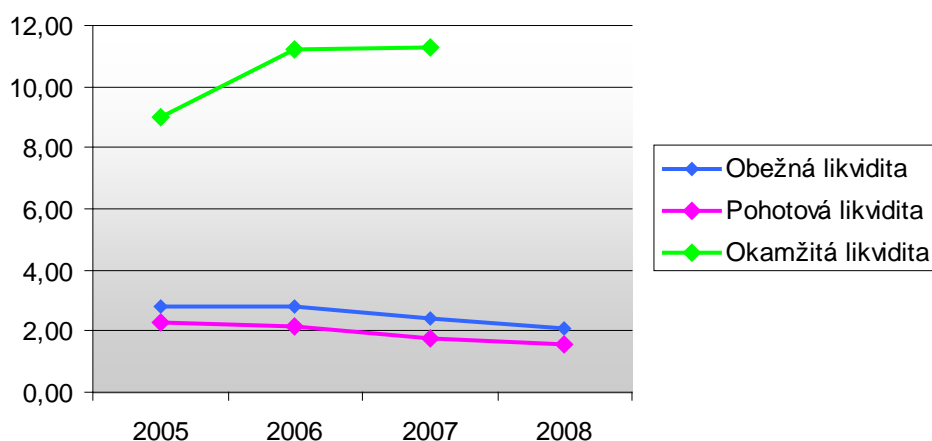
Ukazatel	2005	2006	2007	2008
Oběžná likvidita	2,83	2,78	2,38	2,09
Pohotová likvidita	2,27	2,15	1,74	1,55
Okamžitá likvidita	9,01	11,23	11,27	-

Ukazatel celkové likvidity vyjadřuje, kolikrát pokrývají oběžná aktiva krátkodobé závazky. Ve sledovaném období vykazoval ukazatel oběžné likvidity klesající trend, který pro podnik neznamenal negativní zprávu, protože hodnoty ukazatele jsou větší než 2. Takže oběžná aktiva minimálně 2x pokrývají krátkodobé závazky.

Níže uvedené hodnoty ukazatele **pohotové likvidity** byly spočteny pomocí vzorce (2.11). Ukazatel pohotové likvidity je již přesnější, protože v sobě nezahrnuje nejméně likvidní oběžná aktiva, kterými jsou zásoby. Ve sledovaném období vykazoval ukazatel pohotové likvidity klesající trend. Opět tento trend není pro podnik negativní, protože téměř 2x oběžná aktiva bez zásob pokrývají krátkodobé cizí zdroje.

Níže uvedené hodnoty ukazatele **okamžité likvidity** byly spočteny pomocí vzorce (2.12). Ukazatel okamžité likvidity byl do roku 2007 na velmi stabilní úrovni. Peněžní prostředky pokrývaly krátkodobé cizí zdroje až 11x. Za rok 2008 nebyly zjištěny žádné výsledky daného ukazatele, protože údaje k tomu potřebné nebyly v daném závodu k dispozici.

Obr. 3.4 Grafické zobrazení ukazatelů likvidity



3.3.4 Analýza aktivity

Níže uvedené hodnoty ukazatelů aktivity byly spočteny pomocí vzorců (2.13), (2.14) a (2.15). Výsledky ukazatelů aktivity jsou zobrazeny v Tab. 3.9.

Tab. 3.9 Výsledky ukazatelů aktivity (dny)

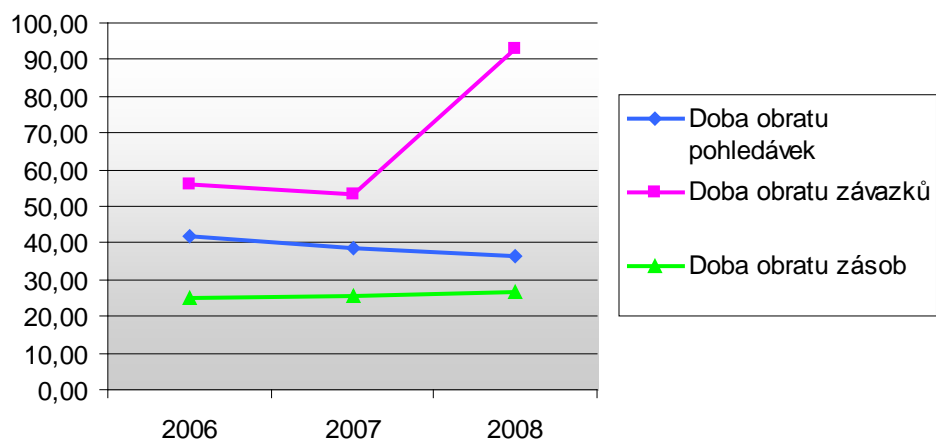
Ukazatel	2006	2007	2008
Doba obratu pohledávek	41,8	38,5	36,5
Doba obratu závazků	56,0	53,1	92,8
Doba obratu zásob	25,1	25,7	26,5

Doba obratu pohledávek meziročně klesala a to v roce 2007 o cca 3 dny a v roce 2008 o cca 2 dny, což představuje pozitivní trend.

Z porovnání **doby obratu závazků** a doby obratu pohledávek vyplývá, že v celém sledovaném období je dodrženo pravidlo solventnosti. To znamená, že doba obratu závazků je vyšší než doba obratu pohledávek, což představuje pozitivní trend.

Doba obratu zásob hotových výrobků a nedokončené výroby meziročně mírně roste, v roce 2007 o cca půl dne a v roce 2008 o cca 1 den. Tento trend je v zásadě nevýznamný. Je dán charakterem zakázkové výroby v daném závodě a rozpracovaností v závěru každého roku.

Obr. 3.5 Grafické zobrazení ukazatelů aktivity



4 OCENĚNÍ PODNIKU

V rámci ocenění podniku bude nejprve sestaven finanční plán, který bude následně použit při výpočtu hodnoty podniku. Jako metoda ocenění podniku je zvolena metoda EVA.

4.1 Sestavení finančního plánu

Pro stanovení hodnoty podniku je použita výnosová metoda, která vchází z budoucích hodnot, proto bylo nutné sestavit finanční plán. Finanční plán byl sestaven po konzultaci s vedením společnosti pro dva účetní výkazy, a to pro výkaz zisku a ztráty a pro rozvahu. Plánované výkazy pro období 2009 - 2012 jsou uvedeny v Příloze č. 6.

Na konci roku 2008 došlo k celosvětové finanční krizi, která v ČR předznamenala ekonomickou krizi. Ekonomika ČR během pěti posledních let dosahovala růstu, byla tedy na svém vrcholu. V roce 2009 se má dostavit recese. Tento fakt byl ve finančním plánu zohledněn poklesem výroby a prodeje a s tím související dopady na výsledovku a rozvahu.

Vývoj prodeje a výroby je uvažován následovně. Pro rok 2009 byl stanoven pokles. Od roku 2010 se předpokládá oživení výroby. Procentní sazby poklesu a růstu se liší podle toho, zda-li se jedná o variabilní nebo fixní náklad. Předpokládá se, že tento pokles či růst se projeví jak ve stavu pohledávek, tak ve stavu závazků. V Tab. 4.1 jsou uvedeny dané sazby růstu a poklesu.

Obr. 4.1 Vývoj fixních a variabilních nákladů

Druh nákladu	2009	2010	2011	2012
Variabilní	-20%	10%	10%	15%
Fixní	-10%	5%	5%	10%

Vývoj tržeb je plánován stejně jako vývoj variabilních nákladů. Průměrná daňová sazba byla stanovena na úrovni 19%. Dále se předpokládá zmrazení investiční činnosti v roce 2009 a tedy pokles majetku o hodnotu odpisů. Jako průměrná odpisová sazba byla zvolena u nemovitého majetku 3% a u movitého majetku 7,5%. Od roku 2010 je plánován růst majetku o 5%, v roce 2011 o 5% a v roce 2012 o 8%. Vývoj oběžných aktiv souvisí s vývojem tržeb, proto byly při plánu oběžných aktiv použity sazby poklesu a růstu variabilních nákladů jako u tržeb. V případě finančního majetku (finanční investice a dlouhodobý finanční majetek) nejsou uvažovány žádné změny, proto jeho výše byla stanovena pro období 2009 – 2012 na stejné úrovni jako v roce 2008.

4.2 Stanovení diskontní míry

Závod Vlnitá lepenka společnosti Model Obaly a.s. je oceněn pomocí metody EVA entity, proto budou pro odhad diskontní míry použity průměrné vážené náklady kapitálu WACC. Švýcarské ústředí poskytuje svým závodům pro každý rok hodnoty vlastního a cizí kapitálu. Tyto hodnoty stanovené pro rok 2009 byly použity pro výpočet (WACC). Příloha č. 7 obsahuje finanční a daňové náklady pro závody v jednotlivých zemích Evropy.

Náklady na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál se skládají z nákladu na bankovní úvěr, kterým je úrok z úvěru. Pro rok 2009 byl stanoven na úrovni 4%. Daň pro rok 2009 dle zákona o DPPO je rovna 20%. Tento daňový náklad snižuje náklady na úroky, proto budou výsledné náklady na cizí kapitál ve výši 3,2%. Podíl cizích zdrojů na celkovém kapitálu je stanoven ve výši 70%.

Náklady na vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál jsou tvořeny tzv. bezrizikovou sazbou a rizikovou přírůžkou. Pokud má podnik k dispozici dostatečné množství vlastních prostředků, lze je uložit do bezrizikových cenných papírů, jako jsou např. státní poukázky, obligace, dluhopisy apod. Předpokládaný výnos z těchto potenciálních úložek je 4,7%. Pokud vlastník neuloží peníze do těchto relativně bezpečných CP, ale půjčí je uvnitř firmy na podnikání, tj. Investice, Provoz aj., pak si musí připočítat cenu rizika za vlastnictví akcií, a to 3%. Náklady na vlastní kapitál jsou tedy rovny 7,7%. Podíl vlastních zdrojů na celkovém kapitálu je na úrovni 30%.

Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC)

Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC) byly zjištěny pro plánované období 2009 – 2012 podle vzorce 2.17. V každém roce byly WACC stanoveny na stejné úrovni, protože sledovaná společnost uvažuje s nezměněnými podmínkami vnějšího okolí a nezměněnou kapitálovou strukturou. V Tab. 4.2 je ukázán postup výpočtu WACC.

Tab.4.2 Stanovení hodnoty WACC pro celé sledované období

r_D	4%
$1-t$	80%
D/C	70%
r_E	7,7%
E/C	30%
WACC	6,35%

4.3 Ocenění podniku metodou EVA

V této části práce je provedeno ocenění závodu Vlnitá lepenka, Opava společnosti Model Obaly a.s. pomocí dvoufázové metody EVA entity. Období první fáze tvoří roky 2009 – 2011. V případě druhé fáze tvoří dolní hranici konec první fáze, horní hranice není stanovena. Pro výpočet EVA v jednotlivých letech je potřeba zjistit čistý provozní výsledek hospodaření (NOPAT) a čistá operativní aktiva (NOA).

Výpočet NOPAT

Ve společnosti Model Obaly a.s. se používá následující postup výpočtu NOPAT. Výchozí položkou je provozní výsledek hospodaření (EBIT), od kterého se odečítají úpravy pohybu cen mezi podniky skupiny Model. Jedná se o úpravy na základě vnitropodnikových vztahů podle podílu na společných nákladech. Dále se k EBITu přičítá tzv. transfer cenových bonusů za nákup papíru. Tím, že sledovaný závod nakoupí od mateřské společnosti papír, dostane za to určitý bonus. Po těchto dvou úpravách dostaneme operační výsledek hospodaření před zdaněním (NOPBT), který následně očistíme o daň a získáme NOPAT. V Tab. 4.3 je podrobněji ukázán postup výpočtu NOPAT.

Tab. 4.3 Výpočet NOPAT v tis. Kč

Veličina s matematickým operátorem	2009	2010	2011	2012
EBIT	128 074	153 399	180 749	222 207
+ Úpravy na základě vnitropodnikových vztahů	23 455	28 093	33 102	40 695
- Transfer cenových bonusů	8 581	10 278	12 110	14 888
= NOPBT	113 200	135 583	159 757	196 401
Daňová sazba	19%	19%	19%	19%
- Daň	21 508	25 761	30 354	37 316
NOPAT	91 692	109 823	129 403	159 084

Výpočet NOA

Ve společnosti Model Obaly a.s. se používá následující postup při výpočtu čistých operativních aktiv (NOA). Aktiva celkem se sníží o položky, které jsou uvedené v Tab. 4.4. Po odečtení těchto položek se získá NOA. Dále se zjistí tzv. průměrné NOA jako průměr z položek NOA k 1.1. daného roku a NOA k 31.12. daného roku. Tato průměrná NOA se použije do výpočtu EVA.

Tab. 4.4 Výpočet NOA v tis. Kč

Veličina s matematickým operátorem	2008	2009	2010	2011	2012
Aktiva celkem	975 592	867 025	890 701	928 055	989 839
- Obchodovatelné CP	0	0	0	0	0
- Pozemky	20 657	20 657	20 657	20 657	20 657
- Neprovozní nemovitý majetek	0	0	0	0	0
- Zálohové platby na nákup nemovitého majetku	14 262	0	0	0	0
- Zálohové platby na stroje a zařízení	3 766	0	0	0	0
- Finanční investice	9 439	9 439	9 439	9 439	9 439
- Dlouhodobý finanční majetek	12 527	12 527	12 527	12 527	12 527
- Krátkodobé závazky z obchodních vztahů	40 095	32 076	35 284	38 812	44 634
- Ostatní závazky a časové rozlišení	92 588	74 070	81 477	89 625	103 069
- Rezervy	38 513	30 810	33 891	37 280	42 872
= NOA	743 746	687 446	697 427	719 716	756 641
= Průměrné NOA	-	715 596	692 436	708 571	738 179

Výpočet EVA

Ekonomická přidaná hodnota (EVA) byla spočítána podle vzorce 2.38, kde se vyskytují čistá operativní aktiva předcházejícího roku (NOA_{t-1}). Společnost Model Obaly a.s. ve výpočtu EVA místo operativních aktiv předcházejícího roku (NOA_{t-1}) používá tzv. průměrná NOA, která byly již vysvětleny v části Výpočet NOA. Podrobnější postup výpočtu EVA je ukázán v Tab. 4.5. Popis výpočtu EVA podle metodiky společnosti Model Obaly a.s. je uveden v Příloze č. 8.

Tab. 4.5 Postup při výpočtu ročních EVA v tis Kč.

Veličina	2009	2010	2011	2012
NOPAT	91 692	109 823	129 403	159 084
Průměrné NOA	715 596	692 436	708 571	738 179
WACC	6,35%	6,35%	6,35%	6,35%
EVA	46 251	65 853	84 409	112 210

Ocenění podniku na základě EVA

Nejprve byla zjištěna hodnota 1. fáze podle vzorce 2.33, tedy současná hodnota ročních EVA. Jako diskontní míra byly použity průměrné vážené náklady kapitálu (WACC). Podrobnější postup výpočtu 1. fáze je ukázán v Tab. 4.6.

Tab. 4.6 Výpočet současné hodnoty EVA v jednotlivých letech

Veličina	1. fáze			2. fáze
	2009	2010	2011	2012
EVA	46 251	65 853	84 409	112 210
WACC	6,35%	6,35%	6,35%	6,35%
Odúročitel	0,9403	0,8841	0,8314	-
Současná hodnota ročních EVA	43 490	58 224	70 174	-

Následně byla zjištěna hodnota 2. fáze podle vzorce 2.34. Po součtu hodnoty 1. a 2. fáze jsme dostali hodnotu MVA. Jedná se o hodnotu podniku, která teprve vznikne v budoucnosti. Úpravy hodnoty MVA byly provedeny podle vzorce 2.39. Položku neoperační majetek k 1.1. 2009 (A_0) tvoří nedobytné pohledávky ve výši 6 700 tis. Kč. V Tab. 4.7 je ukázán podrobnější postup výpočtu výsledné výnosové hodnoty vlastního kapitálu.

Tab. 4.7 Výpočet hodnoty vlastního kapitálu k 1.1. 2009 (v tis Kč)

Současná hodnota 1. fáze	171 887
Pokračující hodnota ($EVA_{2012} / WACC$)	1 767 088
Současná hodnota 2. fáze ($PH * Odúročitel_{2011}$)	1 469 081
MVA	1 640 968
NOA k 1.1. 2009 (NOA_0)	743 746
Výnosová hodnota brutto	2 384 714
Cizí kapitál celkem k 1.1. 2009 (CK_0)	392 577
Výnosová hodnota netto	1 992 137
Neoperační majetek k 1.1.2009 (A_0)	6 700
Výsledná výnosová hodnota vlastního kapitálu k 1.1. 2009 (tis. Kč)	1 998 837

Z vypočtených výsledků je zřejmé, že hodnota firmy závodu Vlnitá lepenka, Opava společnosti Model Obaly a.s., která byla zjištěna pomocí dvoufázové metody EVA, činí **1 998 837 tis. Kč**.

4.4 Zhodnocení výsledků ocenění

Hodnota závodu MOO VL k 1.1.2009 zjištěná pomocí metody EVA entity činí 1 998 837 tis. Kč. V porovnání s účetní hodnotou vlastního kapitálu k 1.1.2009, která je 583 015 tis. Kč, je tržní hodnota několikanásobně vyšší. Tento rozdíl vznikl např. díky systému odpisů, v rámci kterého mohou mít majetkové položky nulovou účetní hodnotu, ale ve skutečnosti jsou pořád využívány a mají tedy určitou reálnou hodnotu. U neodpisovaného majetku jsou rozdíly mezi pořizovacími cenami a reálnými hodnotami majetku. Mezi další příčiny rozdílu mezi účetní a tržní hodnotou může patřit fakt, že těžko ocenitelná aktiva (např. goodwill), která ovlivňují výsledky činnosti podniku, nejsou zachycena v účetních výkazech.

5 ZÁVĚR

Cílem diplomové práce bylo ocenění závodu Vlnitá lepenka, Opava společnosti Model Obaly a.s. pomocí výnosové metody EVA k 1.1. 2009. Stanovení hodnoty podniku se řadí mezi důležité manažerské techniky řízení podniku, protože hodnota společnosti je významným kritériem při taktickém řízení podniku a pro strategická rozhodnutí managementu. Diplomová práce je obsahově členěna do dvou oblastí, a to teoretické a aplikační.

V teoretické části byly vymezeny metodické základy pro ocenění podniku. Byl zde rozebrán podnik jako předmět ocenění. Dále byl v této části vymezen rozdíl mezi hodnotou a cenou podniku, který mnohdy nebývá rozlišován. Největší pozornost byla věnována postupu při ocenění podniku, který v sobě zahrnoval hlavně strategickou a finanční analýzu, které jsou výchozím prvkem pro samotné ocenění. Na konci teoretické části byly popsány metody oceňování podniku.

V aplikační části byla uvedena charakteristika společnosti Model Obaly a.s. a oceňovaného závodu MOO VL. Dále byla provedena strategická analýza, která zahrnovala analýzu makroprostředí, analýzu mikroprostředí a SWOT analýzu. Při analýze makroprostředí byl řešen vliv HDP na tržby MOO VL, daňové zatížení PO, úrokové sazby a inflace. Vliv HDP na tržby byl prokázán. Vliv daňového zatížení právnických osob se na závod MOO VL neprokázal, protože společnost Model Obaly a.s. používá vlastní průměrnou daňovou sazbu. Vliv vývoje úrokových sazeb se rovněž neprokázal, protože oceňovaný podnik nepoužívá ke svému financování bankovní úvěr. Vliv inflace nebyl zaznamenán na vývoji průměrné ceny výrobku MOO VL. V rámci analýzy mikroprostředí bylo zjištěno, že oceňovaný podnik patří do odvětví papírenského průmyslu – OKEČ 21. Toto odvětví bylo shledáno jako neutrální v závislosti na hospodářském cyklu a není regulováno státem prostřednictvím cen nebo udělováním licencí. Dále byla provedena finanční analýza oblastí rentability, zadluženosti, likvidity a aktivity. Žádná z oblastí není pro podnik problematickou. Následně byl podnik oceněn metodou EVA Entity. Ocenění vycházelo z finančního plánu na období 2009 – 2012. Jako diskontní míra byly stanoveny vážené průměrné náklady kapitálu (WACC), které pro všechny roky ve fázích ocenění činily 6,35%. Následně byla stanovena hodnota vlastního kapitálu k 1.1. 2009 ve výši 1 998 837 tis. Kč. V porovnání s účetní hodnotou vlastního kapitálu k 1.1. 2009 (583 015 tis. Kč) je zjištěná tržní hodnota několikanásobně vyšší.

Seznam použité literatury

1. BREALEY Richard A., MYERS, Stewart C; Teorie a praxe firemních financí. 1. vyd. Praha: Computer Press, 2000. 1064 s. ISBN 80-7226-189-4.
 2. DLUHOŠOVÁ Dana; Finanční řízení a rozhodování podniku. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2006. 191 s. ISBN 80-86119-58-0.
 3. GRÜNWALD Rolf, HOLEČKOVÁ Jaroslava; Finanční analýza a plánování podniku. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 318 s. ISBN 978-80-86929-26-2.
 4. KISLINGEROVÁ Eva a kol.; Manažerské finance. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2007. 745 s. ISBN 978-80-7179-903-0.
 5. KISLINGEROVÁ Eva; Oceňování podniku. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
 6. KISLINGEROVÁ Eva, HNILICA, Jiří; Finanční analýza – krok za krokem. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2005. 137 s. ISBN 80-7179-321-3.
 7. MAŘÍK Miloš a kol.; Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.
 8. MAŘÍK Miloš, MAŘÍKOVÁ Pavla; Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0.
 9. SYNEK Miloslav a kol. Podniková ekonomika. 4. vyd. Praha: C. H. Beck, 2006. 474 s. ISBN 80-7179-892-4.
 10. WÖHE Günter, KISLINGEROVÁ Eva; Úvod do podnikového hospodářství. 2. přepracované a doplněné vydání. Praha: C. H. Beck, 2007. 928 s. ISBN 978-80-7179-897-2.
 11. ZMEŠKAL, Zdeněk a kol.; Finanční modely. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2004. 236 s. ISBN 80-86119-87-4
-
12. ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Měnověpolitické nástroje ČNB v roce 2005*. Dostupné na internetu: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/tabulka2005.html [cit. 3. duben 2009]

13. ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Měnověpolitické nástroje ČNB v roce 2006*. Dostupné na internetu: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/tabulka2006.html [cit. 3. duben 2009]
14. ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Měnověpolitické nástroje ČNB v roce 2007*. Dostupné na internetu: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/tabulka2007.html [cit. 3. duben 2009]
15. ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Měnověpolitické nástroje ČNB v roce 2008*. Dostupné na internetu: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/tabulka2008.html [cit. 3. duben 2009]
16. ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Vývoj HDP*. Dostupné na internetu: [http://www.czso.cz/csu/csu.nsf/i/tab_vs/\\$File/Tab_VS_4q08.xls](http://www.czso.cz/csu/csu.nsf/i/tab_vs/$File/Tab_VS_4q08.xls) [cit. 3. duben 2009]
17. ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Vývoj míry inflace*. Dostupné na internetu: http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/mira_inflace [cit. 3. duben 2009]
18. MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Analýza vývoje ekonomiky ČR a odvětví v působnosti MPO za 1. pololetí 2008* [on – line]. Dostupné na internetu: <http://www.mpo.cz/dokument47753.html> [cit. 3. duben 2009]
19. MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Data a grafy zpracovatelského průmyslu*. Dostupné na internetu: <http://www.mpo.cz/dokument56844.html> [cit. 3. duben 2009]
20. MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Panorama zpracovatelského průmyslu ČR 2007*. Dostupné na internetu: <http://www.mpo.cz/dokument56081.html> [cit. 3. duben 2009]
21. ÚČETNÍ SVĚT. *Vývoj sazby daně z příjmu právnických osob*. Dostupné na internetu: <http://www.ucetnisvet.cz/ucetnisvet/meze-se-vam-hodit/uzitecne-tabulky/dan-z-prijmu-po> [cit. 3. duben 2009]

Seznam zkratek a symbolů

CAS	české účetní standardy
ČNB	Česká národní banka
DCF	diskontované cash-flow
DIV	dividenda
EVA	ekonomická přidaní hodnota
HDP	hrubý domácí produkt
MOO VL	závod Vlnitá lepenka, Opava společnosti Model Obaly a.s.
PO	právnícká osoba
ROA	rentabilita aktiv
ROE	rentabilita vlastního kapitálu
ROS	rentabilita tržeb

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- byla jsem seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo,
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně ke své vnitřní potřebě bakalářskou práci užít (§ 35 odst. 3),
- souhlasím s tím, že jeden výtisk diplomové práce bude uložen v Ústřední knihovně VŠB-TUO k prezenčnímu nahlédnutí a jeden výtisk bude uložen u vedoucího bakalářské práce. Souhlasím s tím, že údaje o diplomové práci, obsažené v Záznamu o závěrečné práci, umístěném v příloze mé diplomové práce, budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO,
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona,
- bylo sjednáno, že užít své dílo – diplomovou práci nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 30. dubna 2009

.....

Veronika Melecká

Adresa trvalého pobytu studenta:

Jakubčovice 31, Hradec nad Moravicí, 74741

Seznam příloh

Příloha č. 1 Rozvaha za období 2005 – 2008 v německém a anglickém znění

Příloha č. 2 Rozvaha za období 2005 – 2008 v českém znění

Příloha č. 3 Výkaz zisku a ztráty za období 2005 – 2008 v německém a anglickém znění

Příloha č. 4 Výkaz zisku a ztráty za období 2005 – 2008 v českém znění

Příloha č. 5 Tabulkové vyjádření výpočtu ukazatelů finanční analýzy

Příloha č. 6 Finanční plán na období 2009 – 2012

Příloha č. 7 Budget 2009 – Instructions Part I (Stanovení nákladů kapitálu)

Příloha č. 8 Accounting Manual – Economic Value Added (EVA)

Příloha č. 1 Rozvaha za období 2005 – 2008 v německém a anglickém znění

Tab. P 1.1 Rozvaha MOO VL za rok 2005 – aktiva

MODEL-GRUPPE		JAHRESBERICHT		GESELLSCHAFT:			
FRW 62-3.1		BILANZ		MOS: Wellkarton, Opava			
Zeile	Bezeichnung	Berichtsjahr		Vorjahr		Abw. z. Vorj. 000 CZK	Abw. z. Vorj. %
		Actual 2005 000 CZK	Struk- tur	Actual 2004 000 CZK	Struk- tur		
	AKTIVEN						
100	Liquide Mittel	3 494	0,3%	3 471	0,3%	23	0,7%
101	Kurzfr. Anlagen, Wertschriften	46 797	4,1%			46 797	
102	Kundenforderungen	240 225	21,1%	277 649	25,5%	-37 424	-13,5%
103	Sonst.Forder. u.Trans.Aktiven	23 106	2,0%	13 596	1,2%	9 510	69,9%
	Liquide Mittel und Forderungen	313 622	27,5%	294 715	27,0%	18 907	6,4%
104	Warenvorräte	78 387	6,9%	71 654	6,6%	6 733	9,4%
10	Umlaufvermögen	392 009	34,4%	366 369	33,6%	25 640	7,0%
1100	Grundstücke unbebaut	7 672	0,7%	4 166	0,4%	3 506	84,2%
1101	Liegenschaften betrieblich	237 072	20,8%	222 835	20,4%	14 237	6,4%
1102	Liegenschaften nicht betriebl.						
1103	Anzahl. für Liegenschaften	37 078	3,3%	1 323	0,1%	35 755	2702,9%
110	Immobilien	281 821	24,7%	228 324	20,9%	53 497	23,4%
1110	Maschinen und Anlagen	433 617	38,1%	381 728	35,0%	51 889	13,6%
1111	Mobiliar	912	0,1%	809	0,1%	103	12,7%
1112	Fahrzeuge	12 773	1,1%	14 061	1,3%	-1 288	-9,2%
1113	EDV	10 785	0,9%	7 965	0,7%	2 820	35,4%
1114	Ersatzteile	6 040	0,5%	7 699	0,7%	-1 659	-21,5%
1115	Anzahlungen Mobile Anlagen	378	0,0%	80 758	7,4%	-80 380	-99,5%
111	Mobile Sachanlagen	464 505	40,8%	493 020	45,2%	-28 515	-5,8%
1120/1	Beteiligungen	1 187	0,1%	2 173	0,2%	-985	-45,3%
1122-4	Langfristige Finanzanlagen						
112	Finanzanlagen	1 187	0,1%	2 173	0,2%	-985	-45,3%
113	Immaterielle Anlagen						
11	Anlagevermögen	747 514	65,6%	723 516	66,4%	23 997	3,3%
1	TOTAL AKTIVEN	1 139 523	100,0%	1 089 886	100,0%	49 637	4,6%

Tab. P 1.2 Rozvaha MOO VL za rok 2005 – pasiva

MODEL-GRUPPE		JAHRESBERICHT		GESELLSCHAFT: MOS: Wellkarton, Opava			
FRW 62-3.1		BILANZ		2005			
Zeile	Bezeichnung	Berichtsjahr		Vorjahr		Abw. z. Vorj. 000 CZK	Abw. z. Vorj. %
		Actual 2005 000 CZK	Struk- tur	Actual 2004 000 CZK	Struk- tur		
	PASSIVEN						
200	Lieferantenverbindlichkeiten	52 621	29,3%	65 925	34,8%	-13 304	-20,2%
201	Kfr. Bankschulden						
202	Sonst. verzinsliche Verbindlichk.						
203	Sonst. zinsfreie Verbindl. u.T.P.	85 757	47,8%	80 922	42,7%	4 834	6,0%
20	Kurzfristiges Fremdkapital	138 378	77,2%	146 847	77,6%	-8 469	-5,8%
210	Langfr Verbindlichkeiten						
212	Rückstellungen	40 980	22,8%	42 448	22,4%	-1 468	-3,5%
21	Langfristiges Fremdkapital	40 980	22,8%	42 448	22,4%	-1 468	-3,5%
230	Grundkapital						
231	Kapitalreserven						
232	Gewinnreserven						
233	Konzernreserven						
234	Gewinn- bzw. (verlust-)vortrag						
235	Gewinn-(Verlust) der Periode						
236	Bilanzgewinn (-verlust)						
23	Eigenkapital						
2	TOTAL PASSIVEN	179 358	100,0%	189 296	100,0%	-9 938	-5,2%

Tab. P 1.3 Rozvaha MOO VL za rok 2006 – aktiva

MODEL-GRUPPE		JAHRESBERICHT		GESELLSCHAFT: MOS: Wellkarton, Opava			
FRW 62-3.1		BILANZ		2006			
Zeile	Bezeichnung	Berichtsjahr		Vorjahr		Abw. z. Vorj. 000 CZK	Abw. z. Vorj. %
		Actual 2006 000 CZK	Struk- tur	Actual 2005 000 CZK	Struk- tur		
	AKTIVEN						
100	Liquide Mittel	3 444	0,3%	3 494	0,3%	-50	-1,4%
101	Kurzfr. Anlagen, Wertschriften	12 012	1,1%	46 797	4,1%	-34 785	-74,3%
102	Kundenforderungen	254 979	22,7%	240 225	21,1%	14 754	6,1%
103	Sonst.Forder. u.Trans.Aktiven	26 091	2,3%	23 106	2,0%	2 985	12,9%
	Liquide Mittel und Forderungen	296 526	26,4%	313 622	27,5%	-17 096	-5,5%
104	Warenvorräte	87 258	7,8%	78 387	6,9%	8 871	11,3%
10	Umlaufvermögen	383 784	34,2%	392 009	34,4%	-8 226	-2,1%
1100	Grundstücke unbebaut	20 137	1,8%	7 672	0,7%	12 465	162,5%
1101	Liegenschaften betrieblich	282 136	25,1%	237 072	20,8%	45 064	19,0%
1102	Liegenschaften nicht betriebl						
1103	Anzahl. für Liegenschaften	5 458	0,5%	37 078	3,3%	-31 620	-85,3%
110	Immobilien	307 731	27,4%	281 821	24,7%	25 910	9,2%
1110	Maschinen und Anlagen	399 587	35,6%	433 617	38,1%	-34 031	-7,8%
1111	Mobiliar	810	0,1%	912	0,1%	-102	-11,2%
1112	Fahrzeuge	10 685	1,0%	12 773	1,1%	-2 088	-16,3%
1113	EDV	8 463	0,8%	10 785	0,9%	-2 322	-21,5%
1114	Ersatzteile	9 663	0,9%	6 040	0,5%	3 623	60,0%
1115	Anzahlungen Mobile Anlagen	1 169	0,1%	378	0,0%	792	209,7%
111	Mobile Sachanlagen	430 377	38,3%	464 505	40,8%	-34 128	-7,3%
1120/1 1122- 4	Beteiligungen	1 063	0,1%	1 187	0,1%	-125	-10,5%
	Langfristige Finanzanlagen						
112	Finanzanlagen	1 063	0,1%	1 187	0,1%	-125	-10,5%
113	Immaterielle Anlagen						
11	Anlagevermögen	739 171	65,8%	747 514	65,6%	-8 343	-1,1%
1	TOTAL AKTIVEN	1 122 955	100,0%	1 139 523	100,0%	-16 568	-1,5%

Tab. P 1.4 Rozvaha MOO VL za rok 2006 – pasiva

MODEL-GRUPPE		JAHRESBERICHT		GESELLSCHAFT: MOS: Wellkarton, Opava			
FRW 62-3.1		BILANZ		2006			
Zeile	Bezeichnung	Berichtsjahr		Vorjahr		Abw. z. Vorj. 000 CZK	Abw. z. Vorj. %
		Actual 2006 000 CZK	Struk- tur	Actual 2005 000 CZK	Struk- tur		
	PASSIVEN						
200	Lieferantenverbindlichkeiten	49 902	27,0%	52 621	29,3%	-2 719	-5,2%
201	Kfr. Bankschulden						
202	Sonst. verzinsliche Verbindlichk.						
203	Sonst. zinsfreie Verbindl. u.T.P.	88 154	47,7%	85 757	47,8%	2 398	2,8%
20	Kurzfristiges Fremdkapital	138 056	74,7%	138 378	77,2%	-322	-0,2%
210	Langfr Verbindlichkeiten						
212	Rückstellungen	46 875	25,3%	40 980	22,8%	5 895	14,4%
21	Langfristiges Fremdkapital	46 875	25,3%	40 980	22,8%	5 895	14,4%
230	Grundkapital						
231	Kapitalreserven						
232	Gewinnreserven						
233	Konzernreserven						
234	Gewinn- bzw. (verlust-)vortrag						
235	Gewinn-(Verlust) der Periode						
236	Bilanzgewinn (-verlust)						
23	Eigenkapital						
2	TOTAL PASSIVEN	184 931	100,0%	179 358	100,0%	5 574	3,1%

Tab. P 1.5 Rozvaha MOO VL za rok 2007 – aktiva

MODEL GROUP		YEAR END STATEMENT		COMPANY:			
FRW 62-3.1		BALANCE SHEETS		MOS: Wellkarton, Opava			
Line	Description	Actual year		Prev. year		Deviation to prev.yr. 000 CZK	Deviation to prev.yr. %
		Actual	Struc- ture	Actual	Struc- ture		
		2007 000 CZK		2006 000 CZK			
	ASSETS						
100	Cash and cash equivalents			3 444	0,3%	-3 444	-100,0%
101	Marketable securities			12 012	1,1%	-12 012	-100,0%
102	Accounts and notes receivable	264 928	23,2%	254 979	22,7%	9 949	3,9%
103	Other receivables and transit.items	4 095	0,4%	26 091	2,3%	-21 996	-84,3%
	Liquid funds and receivables	269 022	23,5%	296 526	26,4%	-27 503	-9,3%
104	Stocks,Finished and work in process	98 736	8,6%	87 258	7,8%	11 478	13,2%
10	Current assets	367 758	32,2%	383 784	34,2%	-16 026	-4,2%
1100	Real estate, Unbuilt property	20 657	1,8%	20 137	1,8%	519	2,6%
1101	Operational real estate	336 784	29,5%	282 136	25,1%	54 648	19,4%
1102	Non-operational real estate						
1103	Down payment/s for real estate	11 931	1,0%	5 458	0,5%	6 474	118,6%
110	Real estate	369 372	32,3%	307 731	27,4%	61 641	20,0%
1110	Machinery and equipment	351 795	30,8%	399 587	35,6%	-47 792	-12,0%
1111	Furniture and fixtures	2 661	0,2%	810	0,1%	1 851	228,4%
1112	Vehicles	11 462	1,0%	10 685	1,0%	777	7,3%
1113	EDP	2 052	0,2%	8 463	0,8%	-6 410	-75,7%
1114	Spare parts	16 048	1,4%	9 663	0,9%	6 385	66,1%
1115	Down payments f.tangible fix.assets	3 029	0,3%	1 169	0,1%	1 860	159,0%
111	Tangible fixed assets	387 047	33,9%	430 377	38,3%	-43 330	-10,1%
1120/1	Participations / Equity participation	13 951	1,2%	1 063	0,1%	12 888	1212,7%
1122-4	Long term financial assets						
112	Financial assets	13 951	1,2%	1 063	0,1%	12 888	1212,7%
113	Immaterial assets	5 276	0,5%			5 276	
11	Fixed assets	775 646	67,8%	739 171	65,8%	36 475	4,9%
1	Total assets	1 143 404	100,0%	1 122 955	100,0%	20 450	1,8%

Tab. P 1.6 Rozvaha MOO VL za rok 2007 – pasiva

MODEL GROUP		YEAR END STATEMENT		COMPANY:			
FRW 62-3.1		BALANCE SHEETS		MOS: Wellkarton, Opava			
				2007			
Line	Description	Actual year		Prev. year		Deviation To prev.yr. 000 CZK	Deviation to prev.yr. %
		Actual 2007 000 CZK	Struc- ture	Actual 2006 000 CZK	Struc- ture		
	LIABILITIES						
200	Trade payables	61 776	31,8%	49 902	27,0%	11 875	23,8%
201	Short-term debts to banks						
202	Other payables (interest bearing)						
203	Other payables and accrued exp.	92 543	47,7%	88 154	47,7%	4 389	5,0%
20	Short term liabilities	154 320	79,5%	138 056	74,7%	16 263	11,8%
210	Long term liabilities						
212	Provisions	39 780	20,5%	46 875	25,3%	-7 096	-15,1%
21	Long term liabilities	39 780	20,5%	46 875	25,3%	-7 096	-15,1%
230	Share capital						
231	Capital reserves						
232	Profit reserves						
233	Group reserves						
234	Carry forward profits / losses						
235	Period profit / losses						
236	Balance profit / losses						
23	Equity						
2	TOTAL LIABILITIES	194 099	100,0%	184 931	100,0%	9 168	5,0%

Tab. P 1.7 Rozvaha MOO VL za rok 2008 – aktiva

MODEL GROUP		YEAR END STATEMENT		COMPANY:			
FRW 62-3.1		BALANCE SHEETS		2008			
Line	Description	Actual year		Prev. year		Deviation to prev.yr. 000 CZK	Deviation to prev.yr. %
		Actual 2008 000 CZK	Struc- ture	Actual 2007 000 CZK	Struc- ture		
	ASSETS						
100	Cash and cash equivalents	13 591	1,4%			13 591	
101	Marketable securities						
102	Accounts and notes receivable	190 564	19,5%	264 928	23,2%	-74 363	-28,1%
103	Other receivables and transit.items	1 966	0,2%	4 211	0,4%	-2 245	-53,3%
	Liquid funds and receivables	206 121	21,1%	269 138	23,5%	-63 017	-23,4%
104	Stocks,Finished and work in process	70 919	7,3%	98 736	8,6%	-27 817	-28,2%
10	Current assets	277 040	28,4%	367 874	32,2%	-90 834	-24,7%
1100	Real estate, Unbuilt property	20 657	2,1%	20 657	1,8%		
1101	Operational real estate	240 700	24,7%	336 784	29,5%	-96 084	-28,5%
1102	Non-operational real estate						
1103	Down payment/s for real estate	14 262	1,5%	11 931	1,0%	2 330	19,5%
110	Real estate	275 618	28,3%	369 372	32,3%	-93 754	-25,4%
1110	Machinery and equipment	353 825	36,3%	351 795	30,8%	2 030	0,6%
1111	Furniture and fixtures	5 167	0,5%	2 661	0,2%	2 507	94,2%
1112	Vehicles	13 295	1,4%	11 462	1,0%	1 832	16,0%
1113	EDP	2 237	0,2%	2 052	0,2%	184	9,0%
1114	Spare parts	15 136	1,6%	16 048	1,4%	-912	-5,7%
1115	Down payments f.tangible fix.assets	3 766	0,4%	3 029	0,3%	737	24,3%
111	Tangible fixed assets	393 425	40,3%	387 047	33,8%	6 378	1,6%
1120/1	Participations / Equity participation	9 439	1,0%	13 951	1,2%	-4 512	-32,3%
1122-4	Long term financial assets	12 527	1,3%			12 527	
112	Financial assets	21 966	2,3%	13 951	1,2%	8 015	57,5%
113	Immaterial assets	7 543	0,8%	5 276	0,5%	2 267	43,0%
11	Fixed assets	698 552	71,6%	775 646	67,8%	-77 094	-9,9%
1	Total assets	975 592	100,0%	1 143 520	100,0%	-167 929	-14,7%

Tab. P 1.8 Rozvaha MOO VL za rok 2008 – pasiva

MODEL GROUP		YEAR END STATEMENT		COMPANY:			
FRW 62-3.1		BALANCE SHEETS		Model Obaly Corrugated, Opava			
				2008			
Line	Description	Actual year		Prev. year		Deviation to prev.yr. 000 CZK	Deviation to prev.yr. %
		Actual 2008 000 CZK	Struc- ture	Actual 2007 000 CZK	Struc- ture		
	LIABILITIES						
200	Trade payables	40 095	10,2%	61 776	31,8%	-21 681	-35,1%
201	Short-term debts to banks						
202	Other payables (interest bearing)						
203	Other payables and accrued exp.	92 588	23,6%	92 659	47,7%	-71	-0,1%
20	Short term liabilities	132 683	33,8%	154 435	79,5%	-21 753	-14,1%
210	Long term liabilities	221 382	56,4%			221 382	
212	Provisions	38 513	9,8%	39 780	20,5%	-1 267	-3,2%
21	Long term liabilities	259 895	66,2%	39 780	20,5%	220 115	553,3%
230	Share capital						
231	Capital reserves						
232	Profit reserves						
233	Group reserves						
234	Carry forward profits / losses						
235	Period profit / losses						
236	Balance profit / losses						
23	Equity						
2	TOTAL LIABILITIES	392 577	100,0%	194 215	100,0%	198 362	102,1%

Příloha č. 2 Rozvaha za období 2005 – 2008 v českém znění

Tab. P 2.1 Rozvaha MOO VL za období 2005 – 2008 v tis. Kč

Řádek	Položka	2005	2006	2007	2008
	AKTIVA				
100	Peníze a peněžní ekvivalenty	3 494	3 444		13 591
101	Obchodovatelné CP	46 797	12 012		
102	Pohledávky celkem	240 225	254 979	264 928	190 564
103	Jiné pohledávky	23 106	26 091	4 211	1 966
	Hotovost a pohledávky celkem	313 622	296 526	269 138	206 121
104	Zásoby hotové a nedokončené výroby	78 387	87 258	98 736	70 919
10	Oběžná aktiva	392 009	383 784	367 874	277 040
1100	Pozemky	7 672	20 137	20 657	20 657
1101	Budovy a stavby	237 072	282 136	336 784	240 700
1102	Neprovozní nemovitý majetek				
1103	Zálohové platby na nákup nemovitého majetku	37 078	5 458	11 931	14 262
110	Nemovitý majetek celkem	281 821	307 731	369 372	275 618
1110	Stroje a zařízení	433 617	399 587	351 795	353 825
1111	Příslušenství	912	810	2 661	5 167
1112	Dopravní prostředky	12 773	10 685	11 462	13 295
1113	Hardware	10 785	8 463	2 052	2 237
1114	Náhradní díly	6 040	9 663	16 048	15 136
1115	Zálohové platby na stroje a zařízení	378	1 169	3 029	3 766
111	Movitý majetek celkem	464 505	430 377	387 047	393 425
1120/1	Finanční investice	1 187	1 063	13 951	9 439
1122-4	Dlouhodobý finanční majetek				12 527
112	Finanční majetek celkem	1 187	1 063	13 951	21 966
113	Nehmotný majetek (SW)			5 276	7 543
11	Stálá aktiva celkem	747 514	739 171	775 646	698 552
1	Aktiva celkem	1 139 523	1 122 955	1 143 520	975 592
	ZÁVAZKY				
200	Krátkodobé závazky z obchodních vztahů	52 621	49 902	61 776	40 095
203	Ostatní závazky a časové rozlišení	85 757	88 154	92 659	92 588
20	Krátkodobé závazky	138 378	138 056	154 435	132 683
210	Dlouhodobé závazky				221 382
212	Rezervy	40 980	46 875	39 780	38 513
21	Dlouhodobé závazky	40 980	46 875	39 780	259 895
2	Závazky celkem	179 358	184 931	194 215	392 577
	Vlastní kapitál	960 165	938 023	949 305	583 015
	Pasiva celkem	1 139 523	1 122 955	1 143 520	975 592
	Vlastní kapitál = závazky - aktiva	960 165	938 023	949 305	583 015
	Cizí zdroje = závazky	179 358	184 931	194 215	392 577

Příloha č. 3 Výkaz zisku a ztráty za období 2005 – 2008 v německém a anglickém znění

Tab. P 3.1 Výkaz zisku a ztráty MOO VL za rok 2005

MODEL-GRUPPE		JAHRESBERICHT			GESELLSCHAFT: MOS: Wellkarton, Opava 2005
FRW 62-2		ERFOLGSRECHNUNG			
Zeile	Bezeichnung	Berichtsjahr			Struk- tur %
		Actual 2005 000 CZK	Struk- tur %	Budget 2005 000 CZK	
30	Fakturaerlös	1 182 155	105,8%	1 298 630	107,0%
317	Ausgangsfrachten	69 108	6,2%	75 000	6,2%
310-6	Uebrige Erlösminderungen	10 401	0,9%	10 000	0,8%
32	Fakturaerlös netto	1 102 646	98,6%	1 213 630	100,0%
33	Bestandesänd. Halb-+Fertigfabrikate	15 213	1,4%		
34	Betriebsertrag	1 117 859	100,0%	1 213 630	100,0%
35	Warenkosten	631 195	56,5%	710 100	58,5%
36	Bruttogewinn	486 664	43,5%	503 530	41,5%
40	Personalkosten	95 036	8,5%	97 995	8,1%
41	Mietkosten	18 362	1,6%	13 200	1,1%
42	Reparatur und Unterhalt	53 873	4,8%	52 552	4,3%
43	Sachvers., Gebühren und Abgaben	5 196	0,5%	4 548	0,4%
440	Energiekosten	10 988	1,0%	13 860	1,1%
441	Treibst., Betriebs- + Hilfsmat.	5 113	0,5%	5 800	0,5%
45	Verwaltungskosten	2 411	0,2%	1 414	0,1%
46	Werbung / Repräsentationsspesen	792	0,1%	1 100	0,1%
47	Sonstige Betriebskosten	514	0,0%		
48	Nebenerlöse	1 053	0,1%		
49	Total Betriebskosten	191 230	17,1%	190 469	15,7%
50	Kalkulatorische Abschreibungen	56 078	5,0%	63 402	5,2%
55	EBIT (Betriebserg. vor Zinsen u.Steuern)	239 356	21,4%	249 659	20,6%
56	Anpassungen:				
57	- a.o. Aufwand / + a.o. Ertrag	75 018			
	- / + Korrektur Transferpreise	18 262			
58	NOPBT (Net operating profit before tax)	182 600			
59	Steuersatz (%)	21,7%			
60	- Steuern	39 624			
61	NOPAT (Betrieblicher Gewinn nach Steuern)	142 976			

Tab. P 3.2 Výkaz zisku a ztráty MOO VL za rok 2006

MODEL-GRUPPE		JAHRESBERICHT			GESELLSCHAFT: MOS: Wellkarton, Opava
FRW 62-2		ERFOLGSRECHNUNG			2006
Zeile	Bezeichnung	Berichtsjahr			Struktur %
		Actual 2006 000 CZK	Struktur %	Budget 2006 000 CZK	
30	Fakturaerlös	1 187 355	107,0%	1 265 218	107,6%
317	Ausgangsfrachten	75 456	6,8%	76 500	6,5%
310-6	Uebrige Erlösminderungen	8 704	0,8%	13 000	1,1%
32	Fakturaerlös netto	1 103 195	99,4%	1 175 718	100,0%
33	Bestandesänd. Halb-+Fertigfabrikate	6 215	0,6%		
34	Betriebsertrag	1 109 411	100,0%	1 175 718	100,0%
35	Warenkosten	682 417	61,5%	677 772	57,6%
36	Bruttogewinn	426 993	38,5%	497 946	42,4%
40	Personalkosten	96 057	8,7%	98 775	8,4%
41	Mietkosten	25 244	2,3%	17 100	1,5%
42	Reparatur und Unterhalt	37 472	3,4%	59 574	5,1%
43	Sachvers., Gebühren und Abgaben	4 260	0,4%	5 320	0,5%
440	Energiekosten	14 276	1,3%	13 450	1,1%
441	Treibst., Betriebs- + Hilfsmat.	6 001	0,5%	6 544	0,6%
45	Verwaltungskosten	2 605	0,2%	2 580	0,2%
46	Werbung / Repräsentationsspesen	667	0,1%	900	0,1%
47	Sonstige Betriebskosten	391	0,0%	713	0,1%
48	Nebenerlöse	694	0,1%	1 000	0,1%
49	Total Betriebskosten	186 281	16,8%	203 956	17,3%
50	Kalkulatorische Abschreibungen	56 743	5,1%	59 253	5,0%
55	EBIT	183 970	16,6%	234 737	20,0%
56	Anpassungen: - a.o. Aufwand / + a.o. Ertrag	74 489			
57	- / + Korrektur Transferpreise	17 727			
58	NOPBT	127 208			
59	Steuersatz (%)	24,0%			
60	- Steuern	30 530			
61	NOPAT	96 678			

Tab. P 3.3 Výkaz zisku a ztráty MOO VL za rok 2007

MODEL GROUP		YEAR END STATEMENT			COMPANY: MOS: Wellkarton, Opava
FRW 62-2		PROFIT & LOSS ACCOUNTS			2007
Line	Description	Actual year			Struc- ture %
		Actual 2007 000 CZK	Struc- ture %	Budget 2007 000 CZK	
30	Sales	1 303 647	106,4%	1 161 952	108,4%
317	Outbound freight	73 537	6,0%	75 490	7,0%
310-6	Other misc. Revenue Deduction	17 380	1,4%	15 000	1,4%
32	Total Revenues net	1 212 730	99,0%	1 071 462	100,0%
33	Stock Changes Finished a.Work in Process	12 487	1,0%		
34	Productive output	1 225 218	100,0%	1 071 462	100,0%
35	Material	762 562	62,2%	603 464	56,3%
36	Gross Profit	462 656	37,8%	467 998	43,7%
40	Personnel costs	93 895	7,7%	95 105	8,9%
41	Rent	17 995	1,5%	23 600	2,2%
42	Maintenance & Repair	35 382	2,9%	50 676	4,7%
43	Insurances	3 904	0,3%	4 265	0,4%
440	Energy, Utilities	15 771	1,3%	17 000	1,6%
441	Fuels, misc. Consumer Supplies	6 653	0,5%	8 596	0,8%
45	Administration	2 381	0,2%	2 274	0,2%
46	Marketing, Promotion, PR	2 115	0,2%	830	0,1%
47	Other Operating Expenses	1 101	0,1%	585	0,1%
48	Extraordin. Operating Income(s)	765	0,1%	600	0,1%
49	Total Operating Cost	178 434	14,6%	202 331	18,9%
50	Calculatory Depreciation	55 529	4,5%	57 608	5,4%
55	EBIT (earnings before interest and tax)	228 693	18,7%	208 059	19,4%
56	Adjustments: - extraordinary expenses / + income	54 735			
57	- / + Correction for transfer prices	20 811			
58	NOPBT (Net operating profit before tax)	194 769			
59	Tax rate (%)	16,1%			
60	- Taxes	31 368			
61	NOPAT (Net operating profit after tax)	163 401			

Tab. P 3.4 Výkaz zisku a ztráty MOO VL za rok 2008

MODEL GROUP		YEAR END STATEMENT			COMPANY: Model Obaly Corrugated, Opava
FRW 62-2		PROFIT & LOSS ACCOUNTS			2008
Line	Description	Actual year			Struc- ture %
		Actual 2008 000 CZK	Struc- ture %	Budget 2008 000 CZK	
30	Sales	1 154 662	107,4%	1 454 515	105,8%
317	Outbound freight	61 471	5,7%	68 700	5,0%
310-6	Other misc. Revenue Deduction	15 708	1,5%	11 600	0,8%
32	Total Revenues net	1 077 483	100,2%	1 374 215	100,0%
33	Stock Changes Finished a.Work in Process	1 904	0,2%		
34	Productive output	1 075 579	100,0%	1 374 215	100,0%
35	Material	574 977	53,5%	845 332	61,5%
36	Gross Profit	500 602	46,5%	528 883	38,5%
40	Personnel costs	102 302	9,5%	106 469	7,7%
41	Rent	16 173	1,5%	16 800	1,2%
42	Maintenance & Repair	39 506	3,7%	50 696	3,7%
43	Insurances	4 779	0,4%	4 610	0,3%
440	Energy, Utilities	30 179	2,8%	31 725	2,3%
441	Fuels, misc. Consumer Supplies	2 601	0,2%	7 836	0,6%
45	Administration	2 811	0,3%	4 659	0,3%
46	Marketing, Promotion, PR	3 592	0,3%	3 972	0,3%
47	Other Operating Expenses	447	0,0%	2 790	0,2%
48	Extraordin. Operating Income(s)	604	0,1%		
49	Total Operating Cost	201 784	18,8%	229 557	16,7%
50	Calculatory Depreciation	52 602	4,9%	55 475	4,0%
55	EBIT (earnings before interest and tax)	246 216	22,9%	243 851	17,7%
56	Adjustments: - extraordinary expenses / + income				
57	- / + Correction for transfer prices	44 993			
		16 632			
58	NOPBT (Net operating profit before tax)	217 855			
59	Tax rate (%)	21,0%			
60	- Taxes	45 750			
61	NOPAT (Net operating profit after tax)	172 105			

Příloha č. 4 Výkaz zisku a ztráty za období 2005 – 2008 v českém znění

Tab. P 4.1 Výkaz zisku a ztráty za období 2005 – 2008 v tis. Kč

Řádek	Položka	2005	2006	2007	2008
30	Tržby	1 182 155	1 187 355	1 303 647	1 154 662
317	Náklady na dopravu	69 108	75 456	73 537	61 471
310-6	Další odpočty (bonusy, skonta)	10 401	8 704	17 380	15 708
32	Celkový čistý příjem	1 102 646	1 103 195	1 212 730	1 077 483
33	Změna stavu zásob HV a NV	15 213	6 215	12 487	1 904
34	Objem výroby, výstup, výkony	1 117 859	1 109 411	1 225 218	1 075 579
35	Materiál	631 195	682 417	762 562	574 977
36	Hrubý zisk	486 664	426 993	462 656	500 602
40	Personální náklady	95 036	96 057	93 895	102 302
41	Nájemné	18 362	25 244	17 995	16 173
42	Náklady na opravy a udržování	53 873	37 472	35 382	39 506
43	Pojištění, daně a poplatky	5 196	4 260	3 904	4 779
440	Energie	10 988	14 276	15 771	30 179
441	Palivo a pohonné hmoty	5 113	6 001	6 653	2 601
45	Administrativní náklady	2 411	2 605	2 381	2 811
46	Náklady na marketing, reklamu, cestovné	792	667	2 115	3 592
47	Ostatní provozní náklady	514	391	1 101	447
48	Mimořádné provozní příjmy	1 053	694	765	604
49	Celkové provozní náklady	191 230	186 281	178 434	201 784
50	Náklady na amortizaci (Odpisy)	56 078	56 743	55 529	52 602
55	EBIT	239 356	183 970	228 693	246 216
56	Úpravy na základě vnitropodnikových vztahů		74 489	54 735	44 993
57	Transfer cenových bonusů		17 727	20 811	16 632
58	NOPBT		127 208	194 769	217 855
59	Daňová sazba		24,0%	16,1%	21,0%
60	Daň		30 530	31 368	45 750
61	NOPAT		96 678	163 401	172 105

Příloha č. 5 – Tabulkové vyjádření výpočtu ukazatelů finanční analýzy

Tab. P 5.1 Rentabilita aktiv

Veličina	2005	2006	2007	2008
NOPAT (tis. Kč)	142 976	96 678	163401	172105
Ú (tis. Kč)	3 672	97	10 129	1 430
t (%)	21,7%	24,0%	16,1%	21,0%
A (tis. Kč)	1 139 523	1 122 955	1 143 520	975 592
ROA (%)	12,8	8,62	15,03	17,76

Tab. P 5.2 Rentabilita vlastního kapitálu

Veličina	2005	2006	2007	2008
NOPAT (tis. Kč)	142 976	96 678	163401	172105
VK (tis. Kč)	960 165	938 023	949 305	583 015
ROE (%)	14,89	10,31	17,21	29,52

Tab. P 5.3 Rentabilita tržeb

Veličina	2005	2006	2007	2008
EBIT (tis. Kč)	239 356	183 970	228 693	246 216
T (tis. Kč)	1 182 155	1 187 355	1 303 647	1 154 662
ROS (%)	20,25	15,49	17,54	21,32

Tab. P 5.4 Celková zadluženost

Veličina	2005	2006	2007	2008
CZ (tis. Kč)	179 358	184 931	194 215	392 577
A (tis. Kč)	1 139 523	1 122 955	1 143 520	975 592
Celková zadluženost (%)	15,74	16,47	16,98	40,24

Tab. P 5.5 Zadluženost vlastního kapitálu

Veličina	2005	2006	2007	2008
CZ (tis. Kč)	179 358	184 931	194 215	392 577
VK (tis. Kč)	960 165	938023	949305	583015
Zadluženost VK (%)	18,68	19,71	20,46	67,34

Tab. P 5.6 Úrokové krytí

Veličina	2005	2006	2007	2008
EBIT (tis. Kč)	239 356	183 970	228 693	246 216
Ú (tis. Kč)	3 672	97	10 129	1 430
Úrokové krytí	65,19	1896,40	22,58	172,21

Tab. P 5.7 Oběžná likvidita

Veličina	2005	2006	2007	2008
OA (tis. Kč)	392 009	383 784	367 874	277 040
KCZ (tis. Kč)	138 378	138 056	154 435	132 683
Oběžná likvidita	2,83	2,78	2,38	2,09

Tab. P 5.8 Pohotová likvidita

Veličina	2005	2006	2007	2008
OA (tis. Kč)	392 009	383 784	367 874	277 040
Zásoby (tis. Kč)	78 387	87 258	98 736	70 919
OA – Zásoby (tis. Kč)	313 622	296 526	269 138	206 121
KCZ (tis. Kč)	138 378	138 056	154 435	132 683
Pohotová likvidita	2,27	2,15	1,74	1,55

Tab. P 5.9 Okamžitá likvidita

Veličina	2005	2006	2007	2008
PP (tis. Kč)	1 247 087	1550563	1740177	-
KCZ (tis. Kč)	138 378	138 056	154 435	-
Okamžitá likvidita	9,01	11,23	11,27	-

Tab. P 5.10 Doba obratu pohledávek

Veličina	2005	2006	2007	2008
Průměrný stav P (tis. Kč)	-	136 100	137 552	115 417
T (tis. Kč)	-	1 187 355	1 303 647	1 154 662
Doba obratu pohledávek (dny)	-	41,84	38,51	36,48

Tab. P 5.11 Doba obratu závazků

Veličina	2005	2006	2007	2008
Průměrný stav Z (tis. Kč)	-	182 145	189 573	293 396
T (tis. Kč)	-	1 187 355	1 303 647	1 154 662
Doba obratu závazků (dny)	-	56,0	53,08	92,75

Tab. P 5.12 Doba obratu zásob

Veličina	2005	2006	2007	2008
Průměrný stav zásob (tis. Kč)	-	82 823	92 997	84 827
T (tis. Kč)	-	1 187 355	1 303 647	1 154 662
Doba obratu zásob (dny)	-	25,11	25,68	26,45

Příloha č. 6 – Finanční plán na období 2009 – 2012

Tab. P 6.1 Finanční plán rozvahy na období 2009 - 2012

Řádek	Položka	2008	2009	2010	2011	2012
1	AKTIVA					
100	Peníze a peněžní ekvivalenty	13 591	10 873	11 960	13 156	15 129
101	Obchodovatelné CP	0	0	0	0	0
102	Pohledávky celkem	190 564	152 451	167 696	184 466	212 136
103	Jiné pohledávky	1 966	1 573	1 730	1 903	2 188
	Hotovost a pohledávky celkem	206 121	164 897	181 386	199 525	229 453
104	Zásoby hotové a nedokončené výroby	70 919	56 735	62 409	68 650	78 948
10	Oběžná aktiva	277 040	221 632	243 795	268 175	308 401
1100	Pozemky	20 657	20 657	20 657	20 657	20 657
1101	Budovy a stavby	240 700	233 479	245 153	257 410	278 003
1102	Neprovozní nemovitý majetek	0	0	0	0	0
1103	Zálohové platby na nákup nemov. majetku	14 262	-	-	-	-
110	Nemovitý majetek celkem	275 618	254 135	265 809	278 067	298 660
1110	Stroje a zařízení	353 825	-	-	-	-
1111	Příslušenství	5 167	-	-	-	-
1112	Dopravní prostředky	13 295	-	-	-	-
1113	Hardware	2 237	-	-	-	-
1114	Náhradní díly	15 136	-	-	-	-
1115	Zálohové platby na stroje a zařízení	3 766	-	-	-	-
111	Movitý majetek celkem	393 425	362 345	351 837	352 188	352 541
1120	Finanční investice	9 439	9 439	9 439	9 439	9 439
1122	Dlouhodobý finanční majetek	12 527	12 527	12 527	12 527	12 527
112	Finanční majetek celkem	21 966	21 966	21 966	21 966	21 966
113	Nehmotný majetek (SW)	7 543	6 947	7 294	7 659	8 272
11	Stálá aktiva celkem	698 552	645 393	646 906	659 880	681 438
1	Aktiva celkem	975 592	867 025	890 701	928 055	989 839
	ZÁVAZKY					
200	Krátkodobé závazky z obchodních vztahů	40 095	32 076	35 284	38 812	44 634
203	Ostatní závazky a časové rozlišení	92 588	74 070	81 477	89 625	103 069
20	Krátkodobé závazky	132 683	106 146	116 761	128 437	147 703
210	Dlouhodobé závazky	221 382	177 106	194 817	214 299	246 444
212	Rezervy	38 513	30 810	33 891	37 280	42 872
21	Dlouhodobé závazky	259 895	207 916	228 708	251 579	289 316
2	Závazky celkem	392 577	314 062	345 469	380 016	437 019
	Vlastní kapitál	583 015	552 963	545 232	548 039	552 820
	Pasiva celkem	975 592	867 025	890 701	928 055	989 839

Tab. P 6.2 Finanční plán výkazu zisku a ztráty na období 2009 - 2012

Řádek	Položka	2008	2009	2010	2011	2012	Var / Fix
30	Tržby	1 154 662	923 730	1 016 103	1 117 713	1 285 370	var
317	Náklady na dopravu	61 471	46 186	50 805	55 886	64 269	5% z tržeb
310-6	Další odpočty (bonusy, skonta)	15 708	12 566	13 823	15 205	17 486	var
32	Celkový čistý příjem	1 077 483	864 977	951 475	1 046 622	1 203 615	
33	Změna stavu zásob HV a NV	1 904	1 524	1 676	1 843	2 120	var
34	Objem výroby, výstup, výkony	1 075 579	863 453	949 799	1 044 779	1 201 495	55% z tržeb
35	Materiál	574 977	508 051	558 857	614 742	706 954	
36	Hrubý zisk	500 602	355 402	390 942	430 036	494 542	
40	Personální náklady	102 302	92 072	96 675	101 509	111 660	var
41	Nájemné	16 173	12 938	14 232	15 655	18 003	fix
42	Náklady na opravy a udržování	39 506	35 555	37 333	39 199	43 119	var
43	Pojištění, daně a poplatky	4 779	3 823	4 205	4 626	5 320	fix
440	Energie	30 179	27 161	28 519	29 945	32 940	var
441	Palivo a pohonné hmoty	2 601	2 081	2 289	2 518	2 895	fix
45	Administrativní náklady	2 811	2 249	2 474	2 721	3 129	fix
46	Náklady na marketing, reklamu	3 592	2 873	3 161	3 477	3 998	fix
47	Ostatní provozní náklady	447	358	393	433	498	fix
48	Mimofádné provozní příjmy	604	483	532	585	673	fix
49	Celkové provozní náklady	201 784	178 626	188 749	199 498	220 890	
50	Náklady na amortizaci (Odpisy)	52 602	48 702	48 794	49 790	51 445	
55	EBIT	246 216	128 074	153 399	180 749	222 207	
56	Úpravy na základě vnitropod. vztahů	44 993	23 455	28 093	33 102	40 695	
57	Transfer cenových bonusů	16 632	8 581	10 278	12 110	14 888	
58	NOPBT	217 855	113 200	135 583	159 757	196 401	
59	Daňová sazba	0	0	0	0	0	
60	Daň	45 750	21 508	25 761	30 354	37 316	
61	NOPAT	172 105	91 692	109 823	129 403	159 084	

Příloha č. 7 Budget 2009 – Instructions Part I (Stanovení nákladů kapitálu)



M E M O - MGT

Re: **Budget 2009 – Instructions Part I**

- GDP growth with much more moderate rates in Switzerland of 1 %, Germany of 1.3%, France of 1 %, Czech Republic of 3.5 %, Poland of 4.8 % and Slovakia of 5 %.

2. Exchange Rates

For the translation of forex items, we ask you to use the following cross rates:

	100	1	100	100	100
	CHF	EUR	CZK	PLN	HRK
CHF		1.570	6.540	48.700	22.000
EUR	63.694		4.166	31.019	14.013
CZK	1'529.052	24.006		744.648	336.391
PLN	205.339	3.224	13.429		45.175
HRK	454.545	7.136	29.727	221.364	

3. Financing Cost and Tax Rates

For the purpose of calculating EVA as well as income tax charges, the following rates shall be used:

EVA Finance Cost Budget 2009	MAG	MEM	PSG	MIP	INO	MPA	MKH	PSL	MCZ	MSK	MPL	MOZ
Cost of third party liabilities	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	6.00%	6.00%	4.00%	4.50%	6.50%	6.10%
Income tax rate *	17.60%	23.10%	23.10%	23.00%	17.60%	19.40%	43.00%	25.00%	20.00%	19.00%	19.00%	20.00%
Total cost of liabilities	2.88%	2.69%	2.69%	2.70%	2.88%	2.82%	3.42%	4.50%	3.20%	3.65%	5.27%	4.88%
Risk-free capital market rate	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	4.50%	4.50%	4.70%	4.50%	6.20%	5.60%
Addition for general risk	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
Total cost of equity	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	7.50%	7.50%	7.70%	7.50%	9.20%	8.60%
Equity ratio	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%
Cost of Finance	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	6.3%	6.6%	6.4%	6.3%	8.0%	7.5%

* to be used for EVA calculation as well as for tax charge calculation in the income statement

Příloha č. 8 Accounting Manual – Economic Value Added (EVA)

1. Introduction, Explanation

EVA (Economic Value Added) – the Model Group's Financial Management Tool

On January 1, 1997, the Model Group introduced a new financial management tool called EVA (Economic Value Added). This performance measure developed by an American named Bennett Stewart has now been adopted by a variety of successful companies around the world. We are primarily using EVA as a financial management tool to help us implement the World Champion plan since EVA encompasses important goals, such as accelerating capital turnover and improving operational efficiency.

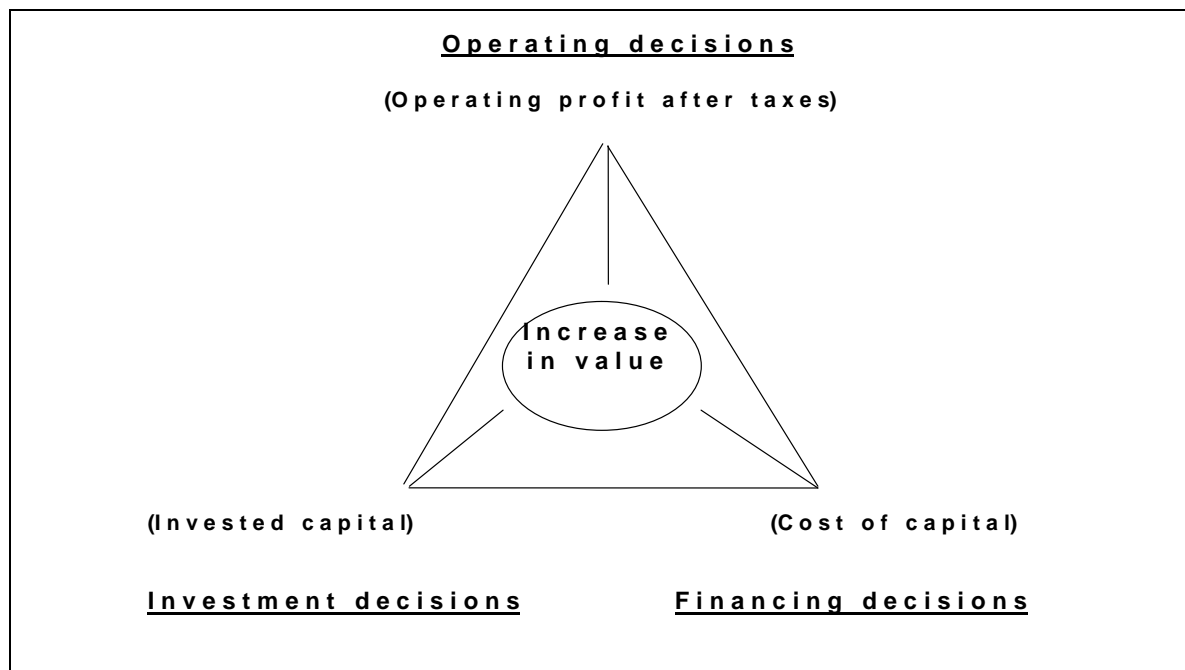
What do we want to achieve with EVA? The goals of this financial management system are threefold:

- concentrating first and foremost on increasing shareholder value;
- providing the foundation for an efficient goal-setting and incentive plan;
- simplifying financial management systems (by consistently focusing on EVA as a single measure of our companies' operating performance).

The quest to maximize shareholder value is a matter of priority, not exclusivity. It is not a case of “either-or” but of “both-and”. It has been found that prioritizing the enhancement of shareholder value indirectly benefits other stakeholders too (employees, customers, the government, suppliers). Priority focus on the company's total return not only increases shareholder value but, if EVA is applied properly and consistently, also increases employees' bonuses. This in turn boosts the satisfaction and motivation of everyone concerned. Needless to say, highly profitable companies offer attractive job opportunities.

EVA serves as the basis for our bonus plan for managers. By managers, we generally mean all key personnel who are able to add value to their company by the way they think and act. EVA does not just concern our managements and their inner circle of key personnel but the majority of our employees. In everything they do, managers should adopt the perspective of company owners. In future, bonuses are no longer being based on budgets: the familiar “win-lose situation” of budget talks is now a thing of the past because we are all in the same boat. True to the axiom of “what gets measured gets managed”, people tend to pinpoint their efforts on reaching the budget rather than managing the real economics of the business. Budgets force managers to go into too much detail about the future. Performance budgets put a ceiling on the bonuses people can earn. That obviously curbs the potential for creating value because managers who believe there is a limit will not reach for the sky. Bonus plans should not have an upside limit – after all, an owner's profits are not capped either. And with the business environment changing at an ever faster pace, comparisons of budget to actual results have become outmoded as a sole measure of performance. Budgets should be used merely as a planning base for allocating and deploying resources (financial, human, material resources etc.). Bonus payments are now linked exclusively to the actual value added, decoupled from budgetary targets. Let us explain how this works.

Essentially, there are always three basic ways to achieve sustained improvement in shareholder value:



- Operating activity and decisions: What prices do we ask for our products? How efficiently are they produced? What does their output cost us?
- Investment decisions: How much capital should we invest? How can we accelerate capital turnover? Here are a few pointers: operating multiple shifts, increasing the rate of inventory turnover, applying efficient accounts receivable follow-up procedures etc.
- Financing decisions: How do we finance capital expenditures? What is the targeted equity-to-debt ratio? What sources of financing? How to minimize tax liability? Under FUTURA, these activities are primarily the responsibility of MGT. But when it comes to the day-to-day implementation of the financing strategies, the operating units are naturally involved in the decision-making process too (by way of process orientation).

How do we calculate a company's EVA?

The three decision-making categories above translate into numbers which are combined to calculate EVA. The illustration below shows the decision-making categories and how they are linked to the basic elements of EVA.

EVA measures after-tax profit from operations (after depreciation but before interest; NOPAT) less the capital charge for all operating capital employed to produce that profit. If EVA is positive, value has been added; if the result is negative, value has been destroyed. Capital does not just mean shareholders' equity but the aggregate of all interest-bearing debt plus all equity components. It therefore represents all assets tied up in the operating process. To determine the capital charge, we use a rate for the total cost of capital which is calculated in much the same way as the familiar ROA ratio, but without the BETA coefficient.

Example of an EVA calculation: let us say net operating profit after taxes is CHF 2,500,000, the capital employed to generate that profit is CHF 15,000,000 and the cost of capital is 10%.

$$\text{Net operating profit after taxes less cost of capital} \times \text{capital} = \text{EVA}$$
$$2,500,000 - (10\% \times 15,000,000) = 1,000,000$$

A company with these figures has added CHF 1,000,000 in value in the reporting period. EVA can be influenced at three different levels: by improving operating efficiency, by spurring profitable growth, i.e. implementing all projects that earn a return higher than the cost of capital, and also by earning money through balance sheet management (for example, fewer business segments = a reduced asset base and higher capital turnover). The information set out above provides management with a snapshot of the key drivers for increasing shareholder value, while allowing them to take targeted action. These are not just sales and material, manufacturing and labor costs but also factors like invested capital and taxes payable. As a comprehensive approach, EVA also highlights very nicely how all parts of a business can influence one or more EVA parameters. It links all the cogs in the company's process chain, blurring the distinction between front and back office. For example, an accounts receivable clerk can create EVA just as well as a successful salesperson on the front line. EVA concerns everyone involved in our processes.

In the medium term, each company – or group of companies (for instance, a region) – must generate EVA otherwise shareholders (investors) will lose money. If a company's value is enhanced (which can also be done by reducing negative EVA), employees who have helped to add value should be rewarded.

An incentive compensation plan makes a personal difference for a manager when, for example:

- the bonus makes up a significant portion of his income;
- he is personally exposed to potential losses;
- there is no ceiling on the bonus he can earn.

Of course, a monetary bonus plan is not the only incentive. An owner typically has unlimited potential for profit and a risk of loss limited to the amount he has paid in capital contributions. This potential for loss is an important component in designing a bonus plan. It can be achieved by agreeing on a reasonable minimum guaranteed pay when a person joins the company, rather than applying prevailing market rates of compensation geared to the company's record of performance. Incentive compensation plans must be conceptually simple and easy to communicate. EVA is easy to calculate and can be determined wherever operating profits and the capital employed to produce them can be clearly identified.

As mentioned, the new financial management tool briefly outlined above is an integral part of the World Champion plan. This World Champion plan is described on an A4 sheet on page 8 of this chapter of the manual, while the drivers of EVA are presented in a diagram on page 9.

2. Calculating EVA

EVA is calculated as follows (using the line definitions in FAR 31 and 32):

2.1. How to Calculate NOPAT (net operating profit after taxes)

+ L 55 EBIT operating earnings before interest and taxes

+ L 76 Extraordinary income

- L 75 Extraordinary expenses

As a rule all extraordinary income / expense items because these items are related to operating activities. Examples:

- expenses / income related to prior years
- proceeds from insurance claims
- restructuring costs
- depreciation of financial operating assets

For this purpose, it is important to separate nonoperating items (lines 73 / 74) consistently from extraordinary items (lines 75 / 76) in our accounting and reporting.

+ / - Adjustment for non-arm's length transfer prices between group companies.

This item may be used only in cases where

- MGT / division management has set a transfer price in the group's interests,
or
- the contracting parties have agreed on a specific difference from the market price.

Within the group, these adjustments always cancel each other out, i.e. a positive adjustment in one company equals the negative adjustment made by the other company.

+ / - Adjustment for projects

Projects, meaning either capital expenditures in a stricter sense or other activities providing benefits in the future, often make a loss during the start-up phase. To prevent such projects from being rejected because of their short-term negative impact on EVA, an adjustment can be made here to compensate for start-up losses. The following rules apply:

- the project must have MGT's approval for this treatment;
- the positive adjustment should be equivalent to the loss shown in the project plan for the first few years;
- in later years when the project generates a profit, the positive adjustments must be reversed again by negative adjustments (equal to the profits shown in the project plan until the full amount of the positive adjustments has been balanced out, without interest).

This adjustment allows EVA to be smoothed out over time without seeming to create additional EVA.

= NOPBT (net operating profit before taxes)

- Taxes attributable to NOPBT
NOPBT is multiplied by the rate of taxes actually to be paid on the reported net profit (current income tax rate for deferred taxes; specified for each company every year). If NOPBT is negative, the taxes attributable should be credited.
- + Investment allowance
An investment allowance may only be credited if
 - the full depreciation expense is allowed for tax purposes in later years
and
 - the item has been agreed with MGT
 No other adjustments, e.g. in connection with hidden reserves in the balance sheet for tax purposes, are allowed.

= **NOPAT** (net operating profit after taxes)

2.2. How to Calculate Capital

+ L 1	<u>Total assets</u>
- L 101	<u>Short-term deposits and marketable securities</u>
- L 1100	<u>Undeveloped land</u>
- L 1102	<u>Nonoperating properties</u>
- L 1103	<u>Prepayments for land and buildings</u>
- L 1115	<u>Prepayments for machinery and equipment</u>
- L 112	<u>Financial assets</u>
+	<u>Adjustment: financial operating assets</u> In particular, financial operating assets mean loans to business associates
- L 200	<u>Trade accounts payable</u>
- L 203	<u>Other interest-free liabilities, accrued expenses and deferred income</u>
- L 212	<u>Provisions</u>
<hr style="border-top: 1px dashed black;"/>	
=	Capital
<hr style="border-top: 3px double black;"/>	

2.3. Cost of capital

As explained above, the capital charge for the operating capital employed is subtracted from net operating profit after taxes (NOPAT). To arrive at the capital charge, we need to find the overall cost of capital, which represents the sum of the weighted costs of equity and debt capital (after taxes). The cost of capital is calculated using the following parameters:

- equity-to-debt financing ratio
- cost of debt and equity
- tax charge
- risk premium for business risk

As the cost of all capital is normally not equal to the interest on debt capital, the equity-to-total capital ratio is of critical importance. In an international group, the financing ratios of group companies largely depend on local tax legislation. In addition, a group company's age also plays a significant role (older companies tend to have a higher proportion of equity than newer ones). This means it would not be appropriate to consider only the subsidiaries' individual financing ratios in determining the cost of capital. Equity and debt capital are weighted on the basis of the group's actual consolidated capital structure. Here we take the group's equity ratio reported at December 31 to calculate the cost of capital for the next year (with a maximum of 70 % equity).

The cost of debt is based on the interest to be paid to capital providers (banks etc.). The consensus is that the cost of debt should be stated on an after-tax basis. As the cost of debt is tax deductible, it accordingly reduces the overall cost of capital. The interest rates on debt largely reflect a country's inflation rate. In order to arrive at a real rate of interest for the group's total capital, each country's base interest rate must be incorporated individually into the calculation of the cost of capital. Incidentally, the same applies to the cost of equity which – as shown below – is also calculated on the basis of capital market interest rates. An investment in a country with a much higher inflation rate than Switzerland will inevitably have higher capital charges.

In case none of the group companies in a specific country has had any interest-bearing debt from third parties throughout the fiscal year, the following method is used to calculate the cost of debt: we take the 3-month LIBOR rates in the particular national currency at January 1, April 1, July 1 and October 1 and add the margins that the banks have charged in the past. The average of the four interest rates gives the interest rate on debt before deducting income taxes. The interest margins to be added to the 3-month LIBOR rates are:

Switzerland	72 basis points
Czech Republic	40 basis points
Poland	65 basis points
Germany	100 basis points
Austria	100 basis points
Croatia	50 basis points
Slovakia	40 basis points

Today, the method most commonly used to determine the cost of equity is the capital asset pricing model (CAPM). This is usually based on the risk-free interest rate, which is generally taken to be the rate of return on government bonds. For the sake of simplicity, the base rate we apply for Swiss companies is the same as the interest rate we use to calculate the cost of debt. For group companies outside Switzerland, we take the average annual return on 10-year government bonds as the risk-free interest rate. To this interest rate, we add the market risk premium to arrive at the cost of equity. The market risk premium on shares represents the additional return over the risk-free rate that an investor can expect for owning shares. A chart covering the period from 1976 to 1994 suggests a risk premium of 2.5% to 3% for Switzerland. The market risk premium therefore compensates for the general business risk. We have deliberately chosen not to use other premiums, or a beta coefficient, to cover specific industry or company risks because they are too biased.

The table below shows how we calculate the cost of capital for Switzerland and the Czech Republic. The rates for the cost of capital are adjusted every year to reflect our actual interest charges. By doing this, we are endeavoring to use the most realistic rates as possible for the cost of capital in our EVA calculation.

<u>Cost of capital calculation</u>	Example	Example
(Example using actual 1997 figures)	<u>Switzerland</u>	<u>Czech Republic</u>
Interest rate on debt	4.63%	10.37%
Income tax rate	22.00%	30.00%
Cost of debt	3.61%	7.26%
Risk-free interest rate	4.63%	12.00%
General business risk premium	3.00%	3.00%
Cost of equity	7.63%	15.00%
Equity ratio (at December 31, 1996)	63.9%	63.9%
COST OF CAPITAL	6.2%	12.2%

2.4. How to Calculate EVA

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - (\text{capital} \times \text{cost of capital})$$

3. Applications

EVA is calculated in our medium-term plans, budgets and 4-monthly, monthly and year-end reports. The forms largely calculate this value automatically. The data to be entered manually are shown in the tables above; see the sample form in the Appendix to FAR 00.

EVA is recalculated each year. There is no such thing as an “EVA balance sheet”. The only entries that directly impact EVA in subsequent years are the adjustments for projects. Otherwise consistency of the figures is assured by applying the pertinent rules for preparing the balance sheet and income statement.

The details of how EVA affects the bonus plan are beyond the scope of this FAR Manual and are an integral part of employment contracts with key personnel entitled to bonuses.